

2017年10月20日

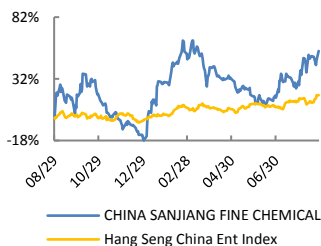
声明：本报告中的所有市场数据均截止于2017年10月17日。本报告为中文翻译缩略版，发布时间较英文版有所延迟，英文报告发布日期为2017年10月18日。如有差异之处请参考英文原版。

买入
维持

市场数据：2017年10月17日

收盘价 (港币)	3.08
目标价 (港币)	4.40
HSCEI	11,585
HSCCI	4,396
52周高/低 (港币)	3.26/1.51
市值 (亿美元)	3.97
市值 (亿港元)	30.95
流通股 (百万股)	1,190
汇率 (人民币/港币)	1.18

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

余文俊, CFA
A0230513070005 BAM599
yuwj@swsresearch.com

相关研究

三江化工 (2198: HK) - 股票配售, 2017年10月10日

巨大弹性

三江化工 (2198.HK)

财务数据及盈利预测

人民币	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,966	6,647	8,135	10,681	10,666
同比增长率 (%)	36.6	33.8	22.4	31.3	(0.1)
净利润 (百万元)	(146)	553	577	631	678
同比增长率 (%)	(209.6)	n. a.	4.4	9.4	7.5
每股收益 (元)	(0.15)	0.56	0.49	0.53	0.57
摊薄每股收益 (元)	(0.15)	0.56	0.49	0.53	0.57
净资产收益率 (%)	(9.62)	24.06	19.33	16.74	15.30
资产负债率 (%)	79	72	69	67	62
股息率 (%)	0.0	3.0	2.8	3.1	3.3
市盈率 (倍)	(18.5)	4.9	5.6	5.1	4.8
市净率 (倍)	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/Ebitda (倍)	16.2	4.1	3.8	2.7	1.9

投资要点：

三江化工是目前中国规模最大的环氧乙烷及 AEO 表面活性剂生产商及供应商。我们认为未来公司主要原材料甲醇价格有望走低，同时公司核心产品售价有望上涨，为公司带来利润剪刀差。考虑到公司近期配售约 2 亿股带来的稀释效应，我们预测 EPS 如下：2017 年 0.49 元（同比增长 4.4%），2018 年 0.53 元（同比增长 9.4%），2019 年 0.57 元（同比增长 7.5%）。我们将目标价调高至 4.40 港币。现价距目标价存在 43% 的上升空间，维持买入。

EO/EG 联产装置灵活性较强。截止 2016 年底，三江化工环氧乙烷 (EO) 产能约为 65 万吨（其中包括 38 万吨 EO/EG 联产产能），聚丙烯产能 30 万吨，表面活性剂产能 41.8 万吨。其中 EO/EG 产能灵活性较强，三江化工可根据产品毛利变化及时调整联产装置，进而改变产品产量情况。

长期来看甲醇价格有望下跌。目前国内约 70% 甲醇产能为煤制甲醇，因此甲醇价格与煤价高度相关。由于前期供给侧改革去产能效果明显，煤价自 2016 年下半年以来持续走高，我们认为国家有望督促加速释放优质产能，从而矫正此前去产能太多导致的价格飞涨问题。从全球范围来看，2019 年底之前预计伊朗将投产约 560 万吨甲醇产能，是目前伊朗产能的一倍多。伊朗作为中国甲醇主要进口国之一，年进口量约占总进口量的 40%。新产能的投产有望使伊朗进口至中国的甲醇翻倍至 400 万每年，进而造成甲醇价格承压。

短期乙二醇价格强劲。华东地区乙二醇价格已由五月中旬 5,640 元/吨上涨至目前 7,490 元/吨，涨幅达 32.8%。我们认为价格上涨主要由于上游乙烯价格上涨。得益于近期地缘政治的不确定性较高，我们预期短期油价有望维持高位，进而为乙烯价格提供强劲成本支撑。因此我们预期四季度乙烯价格高企有利于乙二醇价格维持高位。

估值吸引。2017 年上半年，三江化工股利支付率高达 50%，且公司计划全年维持 50% 高比例派息。目前三江化工动态 PE 为 5.6 倍（已考虑配售成功带来的稀释效应），仍处于较低估值水平。

维持买入。我们维持 EPS 预测如下：2017 年 0.49 元（同比增长 4.4%），2018 年 0.53 元（同比增长 9.4%），2019 年 0.57 元（同比增长 7.5%）。我们将目标价调高至 4.40 港币，代表着 8 倍 17 年 PE 和 1.3 倍 17 年 PB，或 7.3 倍 18 年 PE 和 1.1 倍 18 年 PB。现价距目标价存在 43% 的上升空间，维持买入。

巨大弹性

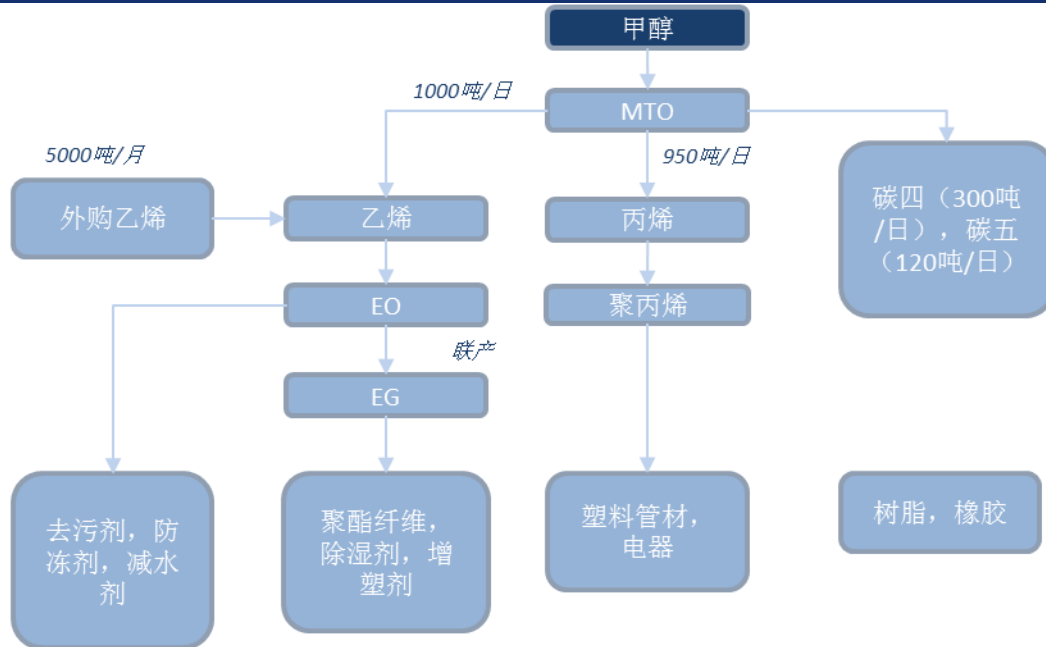
三江化工是目前中国规模最大的环氧乙烷及 AEO 表面活性剂民营生产商及供应商。截止 2016 年底，三江化工环氧乙烷 (EO) 产能约为 65 万吨 (其中包括 38 万吨 EO/EG 联产产能)，聚丙烯产能 30 万吨，表面活性剂产能 41.8 万吨。其中 EO/EG 产能灵活性较强，三江化工可根据产品毛利变化及时调整联产装置，进而改变产品产量情况。

2017 年上半年公司营收同比增长 45.4% 至 42 亿元，其中 EO 业务贡献 34%，丙烯 (聚丙烯) 业务贡献 23%。同期乙二醇 (EG) 业务营收从 2016 年上半年的 5.536 亿元升至 10 亿元 (同比增长 80.7%)，主要因销量同比增长 26.1%，平均售价同比大增 43.3%。

2016 年下半年三江化工 30 万吨丙烯-聚丙烯项目投产，使其丙烯产能完全转化为聚丙烯产能。与丙烯相比，聚丙烯更稳定，利润率更高，尽管由于甲醇价格高企，2017 年上半年丙烯及聚丙烯生产的毛利率为 -15.7%，但需强调的是公司将丙烯加工成聚丙烯可每吨获利 500 元。

除 EO/EG 和聚丙烯产能外，三江化工还生产碳四、碳五和其他表面活性剂。

图 1：三江化工主营业务



资料来源：公司数据，申万宏源研究

2015 年 2 季度三江化工甲醇制烯烃 (MTO) 生产装置投产，同年 3 季度 EO/EG 五期项目投入运营。MTO 装置的投产使三江化工的原材料采购向上游转移，无需采购产业链中的中间产品乙烯，公司的产业链以甲醇为原料，生产核心产品 EO/EG。

图 2：煤制乙二醇工艺



资料来源：申万宏源研究

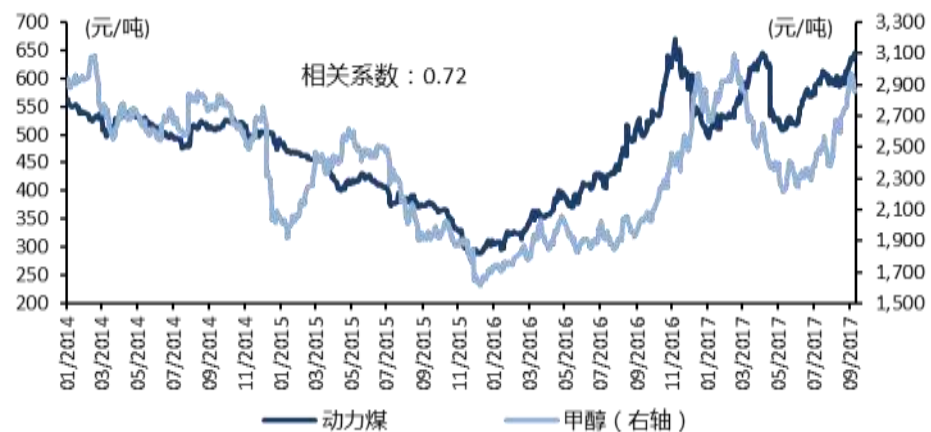
乙烯价格随油价变化，而油价波动剧烈。由于国内 70% 的甲醇产能采用煤制甲醇工艺，甲醇价格与煤价的相关性更高。由于前期供给侧改革去产能效果明显，煤价自 2016 年下半年以来持续走高，我们认为国家有望督促加速释放优质产能，加上国内煤炭储量丰富，未来几年煤价将承压，或将导致甲醇价格走弱。

整体而言，我们认为行业走势将利好公司，在其原材料采购向上游转移后，我们预计原材料成本有望下降，同时其核心产品 EO 和 EG 价格将上扬。

甲醇

国内甲醇价格与煤价紧密挂钩。经历两年下探后，煤价和甲醇价格于 2016 年 1 月触底。煤价自 2016 年上半年开始反弹，甲醇价格亦大幅回升，2017 年上半年与煤价形成联动。我们计算得出两者在 2014 年 1 月至 2017 年 9 月期间的相关系数为 0.7。

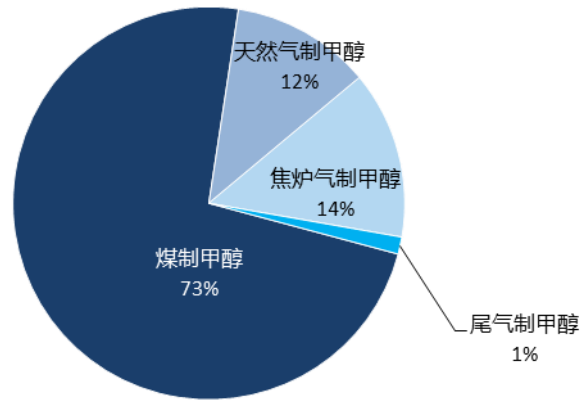
图 3：煤价与甲醇价格的相关性



资料来源：Wind，申万宏源研究

截至 2017 年 9 月，全国甲醇产能达 7250 万吨，其中 5310 万吨采用煤制甲醇工艺，840 万吨用天然气制甲醇，1000 万吨以焦炉气为原料，100 万吨以尾气为原料。另外，目前在建产能达 720 万吨（2018 年 3 月前投产），其中 640 万吨为煤制甲醇项目。截至 2018 年 1 季度末，煤制甲醇产能将占甲醇总产能的 74.7%。

图 4: 2017 年 9 月中国甲醇产能 (按生产工艺分)



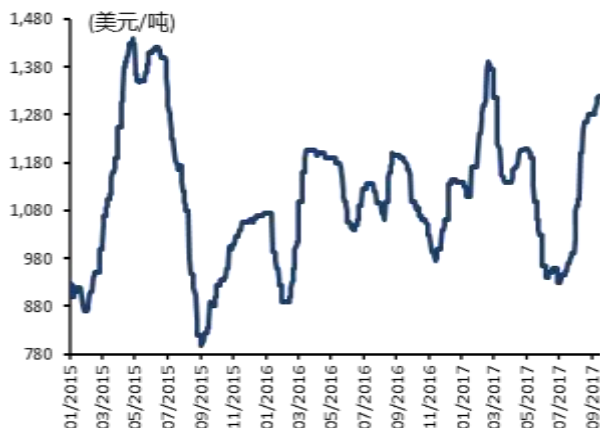
资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

过去一年环保监管力度加大对焦炉气制甲醇产量造成不利影响, 我们认为焦炉气制甲醇装备的产能利用率可能下滑。

截至 2016 年末, 国内 MTO 年产能达 1000 万吨 (约有 24 个项目), 其中沿海地区年产能达 660 万吨。过去三个月东北亚乙烯价格上涨逾 41%, 而国内聚丙烯价格涨幅超 20%。美国是全球最大的乙烯生产国之一, 受 9 月飓风哈维的影响, Platts 预计美国约 1010 万吨乙烯产能 (占全球总产能的 7%) 被关停。但我们认为这是短期因素, 随着美国乙烯装置重新开工, 乙烯价格有所回调。因此, 我们认为乙烯价格走高对上游甲醇价格的支撑作用或将减弱, 长期来看, 来自甲醛生产以及 MTO 工艺的甲醇需求低迷可能压制甲醇价格。

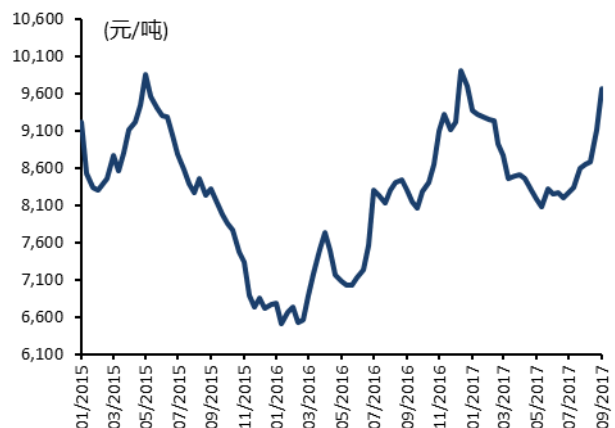
我们预计 2017 年甲醇的平均成本将从上半年的高位回落至 2500 元/吨 (同比增长 24.4%), 2018-19 年进一步降至 2450 元/吨和 2400 元/吨, 均同比下滑 2%。

图 5: 东北亚乙烯成本加运费 (CFR) 价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 6: 国内聚丙烯市场价 (元/吨)



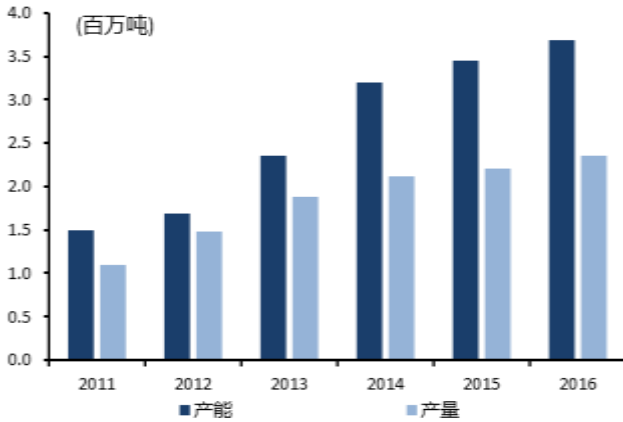
资料来源: Wind, 申万宏源研究

环氧乙烷

环氧乙烷 (EO) 应用广泛, 可用于农化产品、去污剂、医药及个人护理产品、纺织品和硬质塑料, 以及润滑油、表面活性剂、添加剂、涂料及抗冻剂等工业产品。EO 是三江化工的主打产品之一, 公司业绩对其价格变动 (主要受产能影响) 十分敏感。我们认为市场环境有助于 EO 价格持续性上涨, 因此我们在模型中假设公司 EO 的平均售价将稳步攀升。

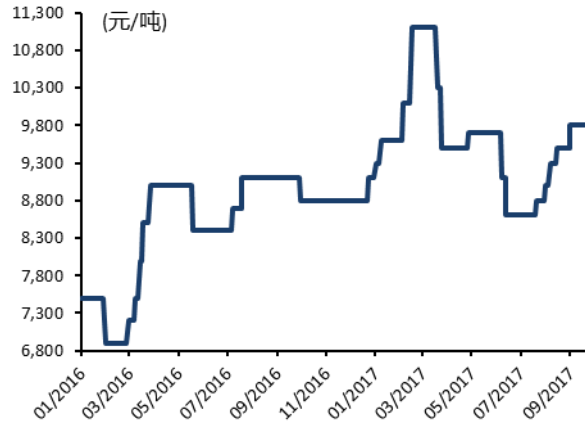
过去5年国内EO产能快速扩张，但实际产量增速不高。截至2016年末，国内EO年产能合计370万吨，而当年EO产量为240万吨。受EO上游主要原材料价格上涨的推动，EO价格自7月下旬以来显著增长。由于大部分EO生产设备为EO/EG联产设备，而EG价格涨幅更高导致联产装置更偏重于生产EG，加剧了已然紧张的EO供应，尤其是在华东地区，当地短期内基本无新产能投产。

图7：国内EO产能利用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图8：华东地区EO价格



资料来源：Wind，申万宏源研究

2016年国内约52.5%的EO消费量用于生产EG。我们预计未来三年国内EG消费量将年增5万吨，并假设进口占比将每年降低4个百分点（2017为56%）。因此，我们预计国内制造企业将每年新增EO需求5万吨。

乙二醇

乙二醇（EG）的两大生产工艺为石油脑制乙二醇及煤制乙二醇，三江化工采用的是后者。由于中国煤炭储量庞大，而原油除了进口外国内资源量有限，我们预计国内煤制乙二醇产业将获得大力发展。

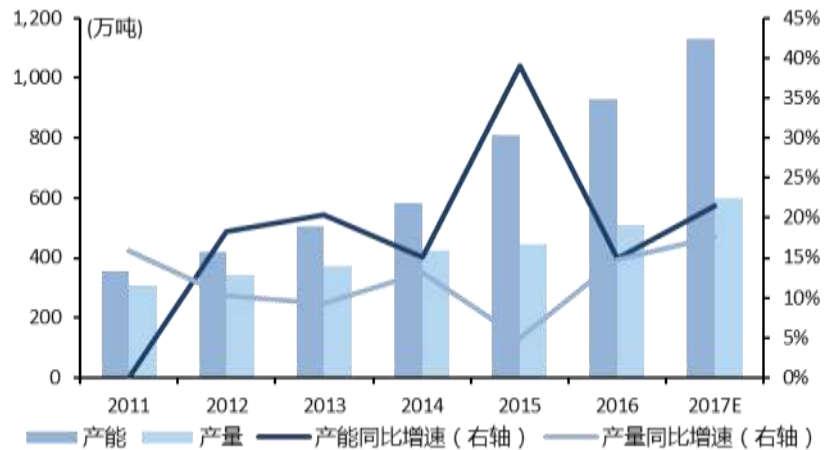
图9：煤制乙二醇工艺



资料来源：申万宏源研究

截至2016年末，国内EG产能约为930万吨，120多万吨产能投入运营。我们预计2017年新建产能将超过200万吨。根据慧聪化工网的数据，2017年6月末煤制乙二醇产能为230万吨，约占国内EG总产能的30%。大部分新建产能均以煤制乙烯为原材料，尽管由于该工艺的稳定性不及更为成熟的石油脑制乙二醇法，国内企业的产能利用率偏低，且产能扩张速度高于实际产量增速。

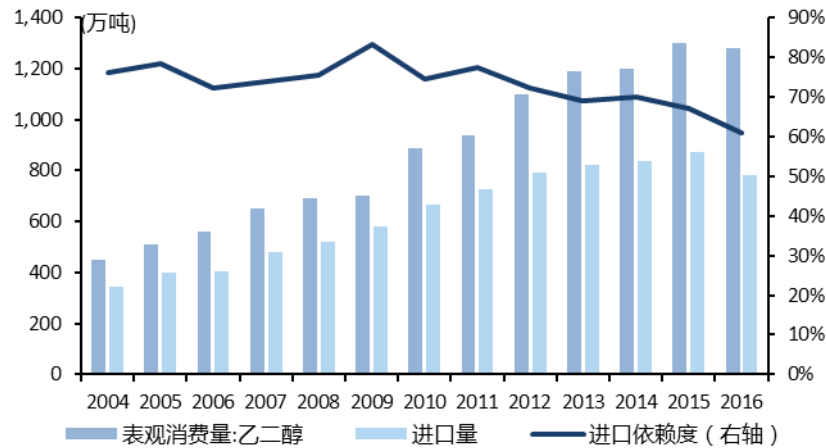
图 10：国内 EG 产能及产量



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

2016 年 EG 表观消费量为 1280 万吨，进口占 780 万吨，进口依赖度达 61%。尽管该比重已低于 2011 年的 77%，但 EG 供需缺口依然较大。

图 11：EG 消费量

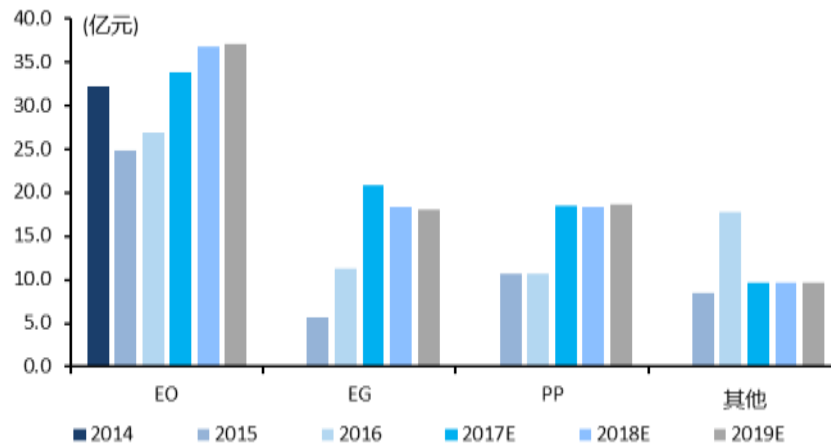


资料来源：Wind，申万宏源研究

财务摘要

除了生产 EO/EG 外，三江化工还生产聚丙烯，其他烯烃产品和其他表面活性剂，例如乙烯生产的副产品碳四可添加进燃油，或作为中间体制备其他聚合物，而碳五可作为中间体生产异戊二烯（用于制造合成橡胶）、聚酯树脂或粘合剂。我们认为未来三年 EO 价格上扬以及产量提升将是营收增长的关键因素。我们假设 2018 年三江化工的 EO/EG 联产装置可能更偏重 EO 生产，使得 2018 年 EO 销量高于 2017 年，而 EG 销量同比降低。

图 12: 公司营收分布 (按产品分)



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

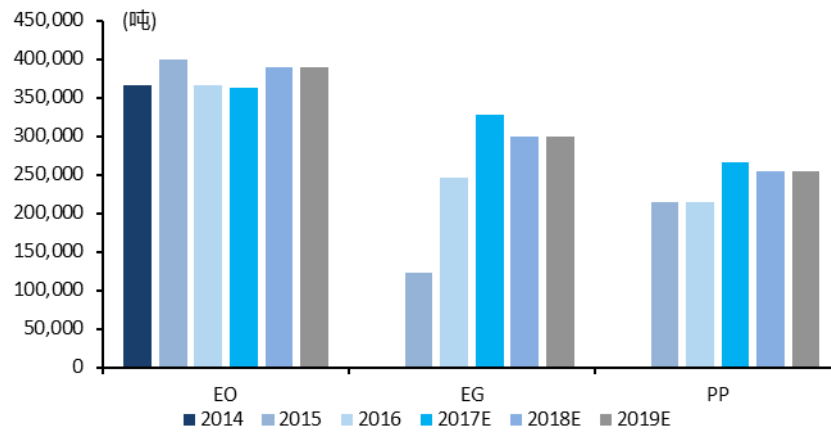
然而, 我们注意到公司无计划扩大碳四、碳五及其他表面活性剂产品的产能, 因此我们假设未来三年这些产品营收将保持稳定。我们亦保守估计未来三年聚丙烯板块的营收将持平, 但公司整合丙烯(上游)和聚丙烯(下游)生产业务, 只生产高毛利的聚丙烯后, 该产品营收将显著提高(聚丙烯每吨平均售价约比丙烯高 1000 元, 而成本只比丙烯高 450 元左右)。考虑到项目建设及获得批文所需的时间, 目前我们模型中并未计入公司计划新建的聚丙烯产能可能贡献的收益。

对于公司两大主营产品(EO/EG), 我们预计 2017 年 EG 收入将较 2016 年大幅提升, 而同期 EO 收入同比增速不明显。然而, 长期来看, 我们认为 EO 市场价格有上行空间, 可获得更高的利润率, 因此我们假设三江化工将把生产重心从 EG 转移至 EO, 并以此推估 EO/EG 的收入贡献。

在产品需求方面, 去年公司供应了全国 EO 总消费量约 20%, 满足华东地区约 40% 的需求。在我们的模型中, 我们假设未来三年国内 EG 消费量将每年增加 5 万吨, 其中进口 EG 的比重将每年下降 4 个百分点。因此, 我们预计每年国内制造企业的 EO 需求将增加 5 万吨, 为三江化工等主要厂商提供广阔的增长空间。三江化工的 EO/EG 联产装置利用率常接近 100%, 两者的价格变动可反映需求趋势。我们在模型中假设 EO 及 EG 整体产量仅小幅变动, 而其各自销量预估的增减变动显示出公司能够灵活调整联产装置, 以增加利润率更高的产品产量。

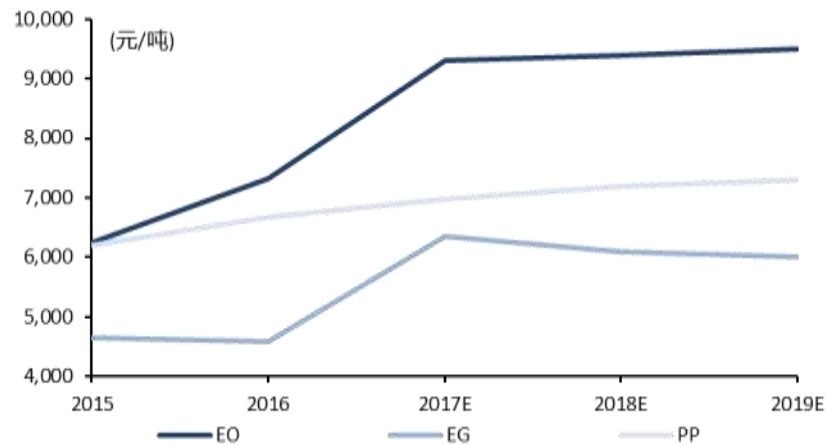
我们预计 2017 年 EO 销量为 362,894 吨(同比下滑 0.9%), 2018-19 年均 39 万吨, 并假设 2017-19 年 EO 每吨平均售价为 9314 元(同比增长 27.1%), 9400 元(同比增长 0.9%) 和 9500 元(同比增长 1.1%), 因此 2017-18 年该产品的营收将达 34 亿元(同比增长 26.0%) 和 37 亿元(同比增长 8.5%), 2019 年进一步增长 1.1%。我们预计 EG 销量 2017 年将同比大增 32.9% 至 32.8 万吨, 2018-19 年稳定在 30 万吨, 并假设 EG 每吨平均售价从 2017 年的 6652 元(同比增长 38.8%), 降至 2018 年的 6100 元(同比下滑 4%) 和 2019 年的 6000 元(同比下滑 1.6%), 主要因美国哈维飓风过后当地乙烯产能复产, 致使乙烯价格自当前的高位回调。

图 13: 三江化工主要产品销量



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

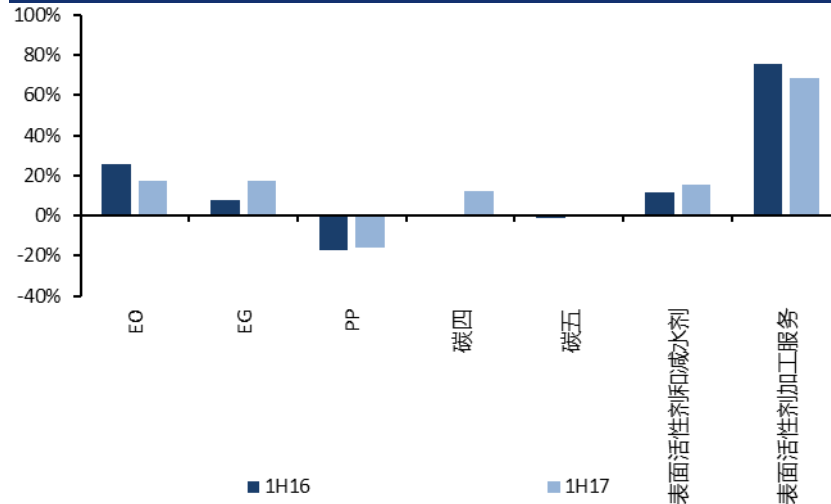
图 14: 三江化工主要产品平均售价



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

得益于甲醇价格下滑以及 EO 平均售价攀升, 我们预计未来三年 EO 的毛利率将稳步提高, 从 2016 年的 26.7% 升至 2019 年的 33.4%。同期 EG 毛利率将出现波动, 受 EG 价格上扬的提振, 其毛利率从 2015 年的 7.4% 升至 2016 年的 15.4%, 并有望于 2017 年触及高点 18.1% (今年上半年为 17.7%), 随后降至 2018 年的 16.5% 及 2019 年的 16.8%。三江化工的聚丙烯业务短期内仍将亏损, 但 2017 年上半年其毛利率已从去年同期的 -17.3% 回升至 -15.7%。随着今年年初聚丙烯装置投产后, 公司生产效率及产品质量出现改善, 因此我们预计该业务毛利率将继续上升至 -4.8%。

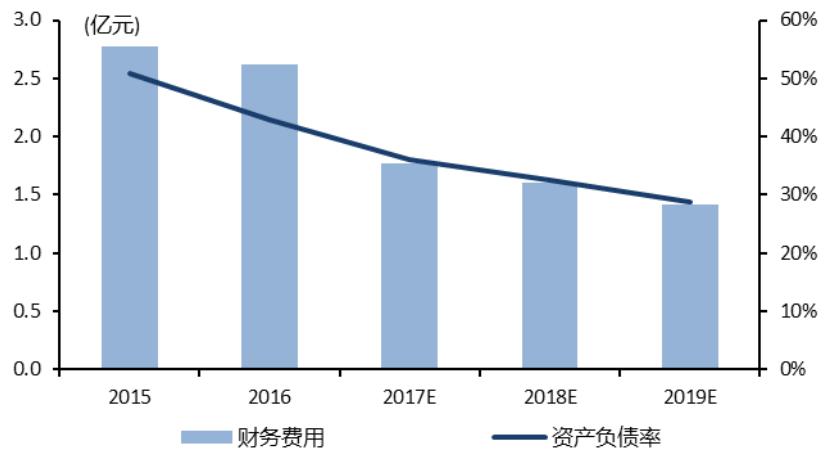
图 15: 2016 年上半年及 2017 年上半年各产品毛利率



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

过去两年, 三江化工负债水平降低, 资产负债率从 2016 年末的 42.9% 下滑至 2017 年上半年末的 39.2%。因此, 2017 年上半年财务费用从去年同期的 1.38 亿元降至 8700 万元。鉴于公司目前无扩产计划, 我们预计其资本支出将缩水, 今后资产负债率将继续回落 (2019 年达 28.7%)。

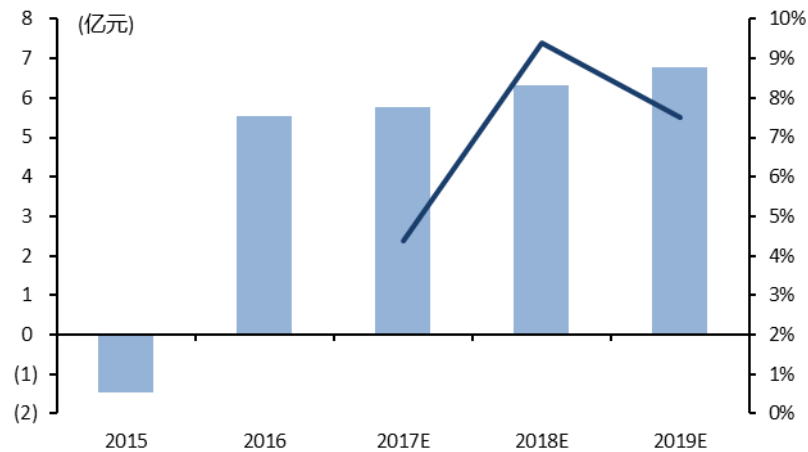
图 16: 三江化工财务费用和负债率



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

2017 年上半年三江化工其他收入与收益达 3.375 亿元, 其中 2.682 亿元来自石油及化工品交易 (而当期毛利为 3.545 亿元)。据公司介绍, 其石油及化工品销量波动较大, 主要取决于公司的原材料消耗量。由于其他收入与收益难以估计, 我们预计该项目金额与 2016 年相似。综合考虑, 我们预计 2017-19 年公司净利润为 5.77 亿元, 6.32 亿元及 6.79 亿元, 分别同比增长 4.5%/9.4%/7.5%。

图 17: 三江化工净利润



资料来源：公司数据，申万宏源研究

2016 年公司完成出售美福石化 51% 股权的交易，销售对价为 3.06 亿元。该交易于 2016 年下半年完成，美福石化不再是三江化工的合资企业。因此，2017 年上半年分占合资企业利润从 2016 年上半年的 7090 万元降至零。

在其他条件不变的情况下，我们 2017 年 E0 平均售价假设上下变动 5% 将使 2017 年净利润预估增减 21%，而 EG 平均售价变动 5% 将使净利润预估增减 12%。同样地，假设我们 E0/EG 平均售价预估是准确的，甲醇成本变动 5% 将使 2017 年净利润预估增减 43% 左右。在最悲观的情境下，即甲醇成本比我们模型中的假设高 10%，E0 价格低 10%，则公司 2017 年将净亏损 1.61 亿元；反之，若甲醇成本较我们的假设低 10%，而 E0 价格高 10%，则 2017 年净利润将较基准情境高 128%。尽管 2017 年仅剩两个月，但化工品价格波动性大，不能排除价格上涨 5-10% 的可能性。2016 年 1 月到 2017 年 1 月期间甲醇价格涨幅达 82%。

图 18: 净利润对 E0 及甲醇价格的敏感性分析

2017 年净利润预估 (百万元)		甲醇价格				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
E0 平均售价	-10%	839	589	339	89	-161
	-5%	959	709	458	208	-42
	0	1078	828	577	328	78
	5%	1197	947	697	447	197
	10%	1317	1067	817	567	317

资料来源：申万宏源研究

图 19: 净利润对 EG 及甲醇价格的敏感性分析

2017 年净利润预估 (百万元)		甲醇价格				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
EG 平均售价	-10%	937	687	437	187	-63
	-5%	1007	757	507	257	7
	0	1078	828	577	328	78
	5%	1149	898	648	398	148
	10%	1219	969	719	469	218

资料来源：申万宏源研究

三江化工按每股 2.28 港元（较公司公告前股票收盘价折价 17.7%）配售 1.969 亿股（占配售前已发行股数的 19.8%），共筹资 4.35 亿港元。公司计划投资约 1 亿元用作微调第五期 EO/EG 生产设施的生产工艺，约 1.6 亿元用于建设新的聚丙烯生产设施，剩余款项将作为一般营运资金。我们认为此次配售将使公司的负债率从 2016 年的 42.9% 降至 2017 年的 34.7%，并改善其经营现金流。我们认为引入更多长线机构投资者对公司的经营前景和股票流动性均构成利好。我们预计新的聚丙烯生产设施产能约为 30 万吨，将于 2017 年末投产。考虑到公司配售 1.969 亿股，我们预计 2017-19 年每股收益为 0.49 元，0.53 元和 0.57 元，分别同比增长 4.4%/9.4%/7.5%。

估值

我们将三江化工与同行业的四家港股上市公司进行比较。上海石油化工的业务与三江化工最相似，但前者规模远超三江化工，且业务更加多元。我们得出目标估值为 17 年 8.0 倍 PE，与上海石油化工的估值相似（7.9 倍）。尽管上海石油化工业务多元化程度更高，我们认为三江化工刚完成的配售将显著改善其股票流动性和投资者结构。有鉴于此，我们得出目标价 4.40 港元，代表着 8 倍 17 年 PE 和 1.3 倍 17 年 PB，或 7.3 倍 18 年 PE 和 1.1 倍 18 年 PB。现价距目标价存在 43% 的上升空间，维持买入。

图 20：估值比较表

代表	公司	市值 (亿港元)	每股收益同比增速			PE			PB			股息率		
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	16A	17E	18E	16A	17E	18E
2198 HK	三江化工	28	N. A.	4.2%	8.5%	4.4	5.6	5.2	0.9	0.9	0.8	3.3%	3.8%	4.1%
1866 HK	心连心化肥	26	-92.6%	10.7x	52.0%	8.6	5.9	3.9	0.7	-	-	1.6%	-	-
3983 HK	中海石油化学	118	-1.3x	4.1x	39.7%	42.2	15.2	10.9	0.9	0.86	0.82	0.0%	2.7%	3.9%
338 HK	上海石油化工	706	82.3%	-7.0%	15.3%	7.6	7.9	6.9	2.2	1.85	1.65	3.8%	4.8%	5.7%
336 HK	华宝国际	145	-17.3%	-	-	12.1	-	-	1.31	-	-	4.3%	-	-

资料来源：Wind，申万宏源研究

附录

合并损益表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,966	6,647	8,135	10,681	10,666
营业成本	-4,802	-5,740	-6,846	-8,814	-8,653
毛利	164	907	1,290	1,867	2,012
其他收入	922	668	668	668	668
销售费用	-25	-27	-32	-43	-43
管理费用	-183	-318	-389	-511	-510
EBITDA	495	1,470	1,299	1,344	1,370
EBIT	47	842	788	839	879
财务成本	-277	-262	-177	-161	-141
税前利润	-165	693	723	791	850
所得税	-62	-94	-98	-107	-115
少数股东损益	-82	46	48	53	57
净利润	-146	553	577	631	678

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	-165	693	723	791	850
加：折旧及摊销	448	628	511	504	491
财务费用	277	262	177	161	141
投资损失	-116	-177	0	0	0
营运资本变动	-68	2,539	2,371	2,470	1,661
其它	-332	-2,112	-1,940	-2,017	-1,629
经营活动现金流	43	1,833	1,842	1,909	1,514
资本开支	-1,164	-868	-400	-400	-400
其它投资现金流	1,170	1,162	0	0	0
投资活动现金流	7	294	-400	-400	-400
股权融资	0	0	0	0	0
负债净变化	-48	-1,779	-236	-349	-401
支付股利、利息	-313	-398	-164	-150	-132
其它融资现金流	0	301	370	0	0
融资活动现金流	-361	-1,876	-30	-499	-533
净现金流	-311	251	1,412	1,011	581

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,956	2,762	5,062	6,606	6,876
银行存款及现金	92	348	1,760	2,771	3,352
应收账款及其他应收款	1,251	577	1,555	1,886	1,616
存货	500	724	634	837	795
其他流动资产	2,114	1,113	1,113	1,113	1,113
长期投资	195	0	0	0	0
物业、厂房及设备	5,789	5,763	5,686	5,614	5,549
无形资产及其他资产	727	1,153	1,120	1,087	1,061
资产总计	10,667	9,678	11,867	13,307	13,485
流动负债	7,048	5,845	7,094	7,941	7,492
短期借款	4,077	2,636	2,469	2,221	1,937
应付账款及其他应付款	2,586	2,517	3,934	5,028	4,863
其他流动负债	386	692	692	692	692
长期负债	1,370	1,104	1,035	934	817
负债合计	8,419	6,949	8,129	8,875	8,309
少数股东权益	119	165	213	266	323
股东权益	2,130	2,564	3,524	4,166	4,854
股本	86	86	456	456	456
储备	2,044	2,377	2,953	3,584	4,263
归属于母公司股东的权益	2,130	2,564	3,524	4,166	4,854
负债和股东权益合计	10,667	9,678	11,867	13,307	13,485

资料来源：申万宏源研究

关键财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (人民币)					
每股收益	(0.15)	0.56	0.49	0.53	0.57
摊薄每股收益	(0.15)	0.56	0.49	0.53	0.57
每股经营现金流	0.04	1.86	1.56	1.62	1.28
每股红利	0.00	0.10	0.10	0.11	0.11
每股净资产	2.16	2.60	2.98	3.52	4.11
关键运营指标 (%)					
ROIC	0.83	10.31	9.97	9.82	9.82
ROE	(9.62)	24.06	19.33	16.74	15.30
毛利率	3.31	13.64	15.85	17.48	18.87
EBITDA Margin	9.97	22.12	15.97	12.58	12.85
EBIT Margin	0.96	12.67	9.69	7.86	8.24
收入同比增长率	36.56	33.84	22.39	31.29	(0.15)
利润同比增长率	(209.58)	#VALUE!	4.37	9.40	7.49
资产负债率	78.92	71.80	68.50	66.69	61.61
净资产周转率	2.21	2.44	2.18	2.41	2.06
总资产周转率	0.47	0.69	0.69	0.80	0.79
有效税率	(37.75)	13.56	13.56	13.56	13.56
股息率	0.00	2.97	2.81	3.07	3.30
估值指标 (倍)					
P/E	(18.46)	4.87	5.60	5.12	4.76
P/B	1.26	1.05	0.92	0.77	0.67

EV/Sale	1.62	0.91	0.61	0.34	0.24
EV/EBITDA	16.20	4.12	3.81	2.67	1.90

资料来源：申万宏源研究

Information Disclosure:

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst. The analyst declares that neither he/she nor his/her associate serves as an officer of nor has any financial interests in relation to the listed corporation reviewed by the analyst. None of the listed corporations reviewed or any third party has provided or agreed to provide any compensation or other benefits in connection with this report to any of the analyst, the Company or the group company(ies). A group company(ies) of the Company confirm that they, whether individually or as a group (i) are not involved in any market making activities for any of the listed corporation reviewed; or (ii) do not have any individual employed by or associated with any group company(ies) of the Company serving as an officer of any of the listed corporation reviewed; or (iii) do not have any financial interest in relation to the listed corporation reviewed or (iv) do not, presently or within the last 12 months, have any investment banking relationship with the listed corporation reviewed.

Undertakings of the Analyst

I (We) am (are) conferred the Professional Quality of Securities Investment Consulting Industry by the Securities Association of China and have registered as the Securities Analyst. I hereby issue this report independently and objectively with due diligence, professional and prudent research methods and only legitimate information is used in this report. I am also responsible for the content and opinions of this report. I have never been, am not, and will not be compensated directly or indirectly in any form for the specific recommendations or opinions herein.

Disclosure with respect to the Company

The company is a subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities. The company is a qualified securities investment consulting institute approved by China Securities Regulatory Commission with the code number ZX0065.

Releasing securities research reports is the basic form of the securities investment consulting services. The company may analyze the values or market trends of securities and related products or other relevant affecting factors, provide investment analysis advice on securities valuation/ investment rating, etc. by issuing securities research reports solely to its clients.

The Company fulfills its duty of disclosure within its sphere of knowledge. The clients may contact compliance@swsresearch.com for the relevant disclosure materials or log into www.swsresearch.com for the analysts' qualifications, the arrangement of the quiet period and the affiliates' shareholdings.

Introduction of Share Investment Rating

Security Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the security and that of the market's benchmark within six months after the release of this report, we define the terms as follows:

Trading BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 6-month period.

BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 12-month period.

Outperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% upside over a 12-month period.

Hold: Share price performance is expected to generate between 10% downside to 10% upside over a 12-month period.

Underperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% downside over a 12-month period.

SELL: Share price performance is expected to generate more than 20% downside over a 12-month period.

Industry Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the industry index and that of the market's benchmark within six months after the release of the report, we define the terms as follows:

Overweight: Industry performs better than that of the whole market;

Equal weight: Industry performs about the same as that of the whole market;

Underweight: Industry performs worse than that of the whole market.

We would like to remind you that different security research institutions adopt different rating terminologies and rating standards. We adopt the relative rating method to recommend the relative weightings of investment. The clients' decisions to buy or sell securities shall be based on their actual situation, such as their portfolio structures and other necessary factors. The clients shall read through the whole report so as to obtain the complete opinions and information and shall not rely solely on the investment ratings to reach a conclusion. The Company employs its own industry classification system. The industry classification is available at our sales personnel if you are interested.

HSCEI is the benchmark employed in this report.

Disclaimer:

This report is to be used solely by the clients of SWS Research Co., Ltd. (subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities, hereinafter referred to as the "Company"). The Company will not deem any other person as its client notwithstanding his receipt of this report.

This report is based on public information, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not warranted by the Company. The materials, tools, opinions and speculations contained herein are for the clients' reference only, and are not to be regarded or deemed as an invitation for the sale or purchase of any security or other investment instruments.

The clients understand that the text message reminder and telephone recommendation are no more than a brief communication of the research opinions, which are subject to the complete report released on the Company's website (<http://www.swsresearch.com>). The clients may ask for follow-up explanations if they so wish.

The materials, opinions and estimates contained herein only reflect the judgment of the Company on the day this report is released. The prices, values and investment returns of the securities or investment instruments referred to herein may fluctuate. At different periods, the Company may release reports which are inconsistent with the materials, opinions and estimates contained herein.

Save and except as otherwise stipulated in this report, the contactor upon the first page of the report only acts as the liaison who shall not provide any consulting services.

The clients shall consider the Company's possible conflict of interests which may affect the objectivity of this report, and shall not base their investment decisions solely on this report. The clients should make investment decisions independently and solely at your own risk. Please be reminded that in any event, the company will not share gains or losses of any securities investment with the clients. Whether written or oral, any commitment to share gains or losses of securities investment is invalid. The investment and services referred to herein may not be suitable for certain clients and shall not constitute personal advice for individual clients. The Company does not ensure that this report fully takes into consideration of the particular investment objectives, financial situations or needs of individual clients. The Company strongly suggests the clients to consider themselves whether the opinions or suggestions herein are suitable for the clients' particular situations; and to consult an independent investment consultant if necessary.

Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein forms an investment recommendation to anyone. Under no circumstances shall the Company be held responsible for any loss caused by the use of any contents herein by anyone. Please be particularly cautious to the risks and exposures of the market via investment.

Independent investment consultant should be consulted before any investment decision is rendered based on this report or at any request of explanation for this report where the receiver of this report is not a client of the Company.

The Company possesses all copyrights of this report which shall be treated as non-public information. The Company reserves all rights related to this report. Unless otherwise indicated in writing, all the copyrights of all the materials herein belong to the Company. In the absence of any prior authorization by the Company in writing, no part of this report shall be copied, photocopied, replicated or redistributed to any other person in any form by any means, or be used in any other ways which will infringe upon the copyrights of the Company. All the trademarks, service marks and marks used herein are trademarks, service marks or marks of the Company, and no one shall have the right to use them at any circumstances without the prior consent of the Company.

This report may be translated into different languages. The Company does not warrant that the translations are free from errors or discrepancies.

This report is for distribution in Hong Kong only to persons who fall within the definition of professional investors whether under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the laws of Hong Kong) (the "SFO") or the Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Chapter 571D of the laws of the Hong Kong under the SFO).

This report is for distribution in the United Kingdom only to persons who (i) have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001 (as amended) (the "Order") or (ii) are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) ("High Net Worth Companies, Unincorporated Associations, etc") of the Order (All such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This document is directed only at Relevant Persons. Other Persons who are not Relevant Persons must not act or rely upon this document or any of its contents.

Distribution in Singapore

If distributed in Singapore, this report is meant only for Accredited Investors and Institutional Investors as defined under Section 4A of the Securities and Futures Act of Singapore. If you are not an Accredited Investor or an Institutional Investor, you shall ignore the report and its contents. The Singapore recipients of the report are to contact the Singapore office of Shenwan Hongyuan Singapore Private Limited at 65-6323-5208, or 65-6323-5209 in respect of any matters arising from, or in connection with, the report.