股票代码	600688.CH	0338.HK
评级	持有	买入
原评级	持有	持有
收盘价	人民币 3.50	港币 2.61
目标价	人民币 3.19	港币 3.02
原目标价	人民币 2.26	港币 2.12
上/下浮比例	-9%	16%
目标价格基础	较 H 股溢价	1.5 倍账面价值
板块评级	未有评级	未有评级

上海石化

激励计划推动业绩提升

上海石化 14 年上半年的亏损符合公司指引。管理层目前正在设法达到较早前提出的股权激励计划中的盈利指标要求。来年公司盈利有望大幅提升。即将启动的沪港联动也将对较 A 股折让较多的 H 股股价产生正面影响。因此，我们将 H 股评级从持有上调至买入。

支撑评级的主要因素

- 上海石化的 A 股股价较 H 股溢价 69%。鉴于 H 股成交量较大，我们相信未来 A-H 股价差将逐步缩窄，这将有利于拉动 H 股表现。4 月公布沪港联动以来，H 股股价已累计上涨 34%。
- 在公司提出的 A 股股权激励计划中，公司明确了 15-17 年净利润和净资产收益率的目标。管理层将通过多项措施来达到这些目标，以确保获得奖励。
- 公司也将受益于 2015 年初国家柴油质量标准提高。

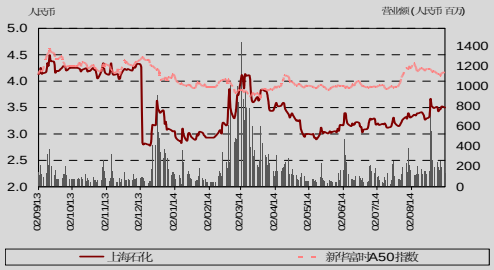
评级面临的主要风险

- 石化产品价格大幅下跌；
- 汽车燃料的质量标准提高所产生的积极影响小于预期。

估值

- 我们将 H 股目标估值从 1.0 倍 2014 年预期市净率上调为 1.5 倍，我们认为随着沪港两市联动即将拉开序幕，该股估值重估有望继续。我们将 H 股目标价从 2.12 港币上调至 3.02 港币。
- 同时，我们将 A 股目标价从 2.26 人民币上调至 3.19 人民币，依然较 H 股溢价 33%。

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	15.4	7.0	15.0	(17.8)
相对新华富时 A50 指数	14.8	14.7	8.9	(18.4)

发行股数 (百万)	10,800
流通股 (%)	15
流通股市值 (人民币 百万)	37,800
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	152
净负债比率 (%) (2014E)	37
主要股东(%)	
中国石油化工集团公司	51

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2014 年 9 月 1 日收市价为标准

投资摘要 — A 股

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (人民币 百万)	93,072	115,540	105,092	110,329	106,825
变动 (%)	*(3)*	*24*	*(9)*	*5*	*(3)*
净利润 (人民币 百万)	(1,548)	2,004	8	1,835	1,952
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.143)	0.186	0.001	0.170	0.181
变动 (%)	*(264.0)*	*(229.4)*	*(99.6)*	*22,834.5*	*6.4*
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.118	0.153	0.077
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.097	0.108	0.077
调整幅度 (%)	-	-	*(99.2)*	*57.0*	*135.7*
核心每股收益 (人民币)	(0.142)	0.104	0.001	0.170	0.181
变动 (%)	*(306.1)*	*(173.5)*	*(99.3)*	*22,834.5*	*6.4*
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	18.9	4723.7	20.6	19.4
核心市盈率(倍)	N/M	33.5	4723.7	20.6	19.4
每股现金流量 (人民币)	(0.12)	0.54	0.30	0.37	0.44
价格/每股现金流量 (倍)	(30.1)	6.5	11.8	9.4	8.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	(173.9)	10.1	20.5	9.3	8.6
每股股息 (人民币)	0.000	0.100	0.000	0.052	0.055
股息率 (%)	0.0	2.9	0.0	1.5	1.6

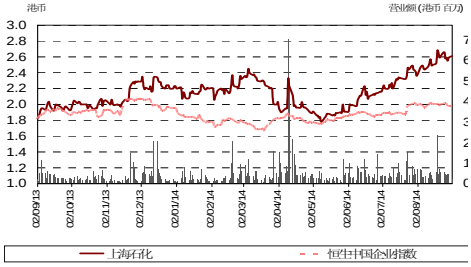
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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

股价表现—H股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	16.1	6.2	35.6	38.3
相对恒生中国企业指数	14.8	7.6	28.0	27.0

发行股数(百万)	10,800
流通股(%)	32
流通股市值(港币 百万)	28,188
3个月日均交易额(港币 百万)	54
净负债比率(%)(2014E)	37
主要股东(%)	
中国石油化工集团公司	51

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2014年9月1日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日:12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	87,217	105,503	95,963	100,745	97,545
变动(%)	*(3)*	*21*	*(9)*	*5*	*(3)*
净利润(人民币 百万)	(1,528)	2,055	60	1,887	2,005
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.142)	0.190	0.006	0.175	0.186
变动(%)	*(259.9)*	*(234.5)*	*(97.1)*	*3,056.4*	*6.2*
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.116	0.129	0.145
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.102	0.113	0.082
调整幅度(%)	-	-	*(94.6)*	*54.6*	*127.6*
核心每股收益(人民币)	(0.140)	0.109	0.006	0.175	0.186
变动(%)	*(300.2)*	*(177.9)*	*(94.9)*	*3,056.4*	*6.2*
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	10.9	373.7	11.8	11.1
核心市盈率(倍)	N/M	18.9	373.7	11.8	11.1
每股现金流量(人民币)	(0.15)	0.51	0.30	0.38	0.44
价格/每股现金流量(倍)	(14.0)	4.1	7.0	5.5	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(356.1)	7.1	10.5	5.1	4.6
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.000	0.052	0.055
股息率(%)	0.0	4.8	0.0	2.5	2.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

14年上半年的亏损符合预期

14年上半年，在国际会计准则下，上海石化录得净亏损1.24亿人民币，相比上年同期的4.72亿人民币净利润有较大幅度的下滑。在中国会计准则下，公司报告净亏损1.65亿人民币，也远远不及上年同期的4.38亿人民币净利。

本期业绩基本符合公司先前发布的中国会计准则下净亏损1.5-1.8亿人民币的业绩指引。盈利跳水的主要原因包括合成纤维和石化中间产品利润率下滑、原油加工量减少及美元债务导致汇兑损失。

盈利下滑的多方面原因

盈利跳水主要是因为需求低迷导致部分产品利润率下滑。例如，国际准则下合成纤维分部的经营利润率从上年同期的-16.8%降至-19.9%。对二甲苯（PX）价格下跌导致石化中间产品的经营利润率从上年同期的3.6%降至0.4%。除此之外，公司将原油加工量和乙烯产量分别同比减少6%和15%。所有这些因素导致了14年上半年整体毛利率从上年同期的1.6%降至1.0%。此外，由于期内人民币贬值，公司还录得8,400万人民币的税前汇兑损失，上年同期公司实现汇兑收益3.09亿人民币。

14年2季度利润率小幅提升

值得一提的是，2季度中国会计准则下净亏损为9,200万人民币，相比1季度的7,300万人民币净亏损有所下滑。但是，毛利率从1季度的3.2%提高至3.4%。

预计14年下半年业绩将走强

我们预计14年下半年业绩相比上半年将有所提升。一方面，最近几个月部分石化产品的价格已开始复苏，主要化工产品价差在5月到达低点之后已经随国内经济的复苏而有所上扬。此外，近期人民币的升值致使下半年不会再出现上半年的汇兑亏损。

A 股股权激励计划将从 2015 年开始拉动盈利走强

2014 年 8 月 17 日，公司公布了 A 股股权激励计划，作为其 A 股股份制改革的最后一步。拟授出的股票期权对应标的股票的数量不超过 A 股股本总额的 10%，公司首批将向 228 名高管人员授予 4,103 万期权，行权价为 4.20 人民币。行权条件包括几个关键性的绩效指标。其中，2015-17 年净利润年均复合增长率必须达到 5%(在 2013 年中国会计准则下主营业务盈利 16 亿人民币的基础上)，也就是说 2015 年盈利必须有大幅度提升。

虽然这个计划听起来野心十足，但是管理层已经在制定各种措施来确保能够达成上述业绩目标。例如，公司已经打算建立一个中央集气系统，用于回收多个生产流程中产生的 C2-C5 化合物，来优化乙烯裂化厂的给料供应。公司还将通过改善其炼油厂的原油组合来降低成本。此外，公司还在上海自贸区成立了一家贸易公司发展贸易业务。与此同时，柴油质量标准从国 III 升级为国 IV 无疑也会提升公司炼油业务的利润率。目前，公司所生产的柴油中仅有不到 15%达到了国 IV 甚至更高的标准。

调整盈利预测、目标价格和评级

我们大幅调降了 14 年盈利预测，预计 14 年全年将录得小额亏损。但是，根据公司的业绩目标，我们将 15-16 年盈利预测上调 54-135%。

我们将 H 股评级从持有上调至***买入***，预计 14 年盈利将见底，15 年将有明显改善。A 股较 H 股较大的溢价（目前为 69%）将成为短期内拉动 H 股股价的动力所在，沪港两市的联动将使价差逐步缩窄甚至消失。我们将估值目标从 1.0 倍 2014 年预期市净率上调至 1.5 倍，因此将 H 股目标价从 2.12 港币上调至 3.02 港币。

同时，我们将 A 股目标价从 2.26 人民币上调至 3.19 人民币，依然较 H 股溢价 33%。

图表 1. 业绩摘要(H 股)

(人民币，百万)	13 年上半年	14 年上半年	同比变动%
营收	57,086	51,345	*(10)*
销售税及其附加	(4,924)	(4,654)	*(5)*
净销售收入	52,162	46,691	*(10)*
销售成本	(51,330)	(46,224)	*(10)*
毛利润	832	467	*(44)*
一般、销售和管理费用	(335)	(274)	*(18)*
其他经营性收入	28	50	*78*
其他经营性开支	(38)	(56)	*49*
经营利润	488	187	*(62)*
联营公司	13	(61)	*na*
净融资成本	150	(254)	*na*
税前利润	651	(127)	*na*
税金	(173)	7	*na*
税后利润	477	(121)	*na*
少数股东权益	(4)	(3)	*(30)*
净利润	473	(124)	*na*
每股收益 (人民币)	0.044	(0.011)	*na*
盈利能力（%）			
毛利率	1.6	1.0	
经营利润率	0.9	0.4	
净利率	0.9	(0.3)	

资料来源：公司数据

图表 2. 收入构成(H 股)

(人民币，百万)	13 年上半年	14 年上半年	同比变动%
合成纤维	1,649	1,456	(12)
树脂和塑料	7,029	6,113	(13)
石化中间产品	19,487	15,548	(20)
石油产品	37,296	33,086	(11)
石化产品交易	7,328	8,082	10
其他	1,237	1,056	(15)
减：部门间销售收入	(16,941)	(13,997)	(17)
总计	57,086	51,345	(10)

资料来源：公司数据

图表 3. 经营利润构成(H 股)

(人民币，百万)	13 年上半年	14 年上半年	同比变动%
合成纤维	(278)	(290)	4
树脂和塑料	(624)	(263)	(58)
石化中间产品	705	59	(92)
石油产品	612	558	(9)
石化产品交易	6	26	312
其他	66	96	45
总计	488	187	(62)

资料来源：公司数据

图表 4. 分部经营利润率(H 股)

(%)	13 年上半年	14 年上半年
合成纤维	(16.8)	(19.9)
树脂和塑料	(8.9)	(4.3)
石化中间产品	3.6	0.4
石油产品	1.6	1.7
其他	0.1	0.3

资料来源：公司数据

图表 5. 业绩摘要(A 股)

(人民币，百万)	13 年上半年	14 年上半年	同比变动%
收入	57,111	51,374	(10)
销售成本	(50,019)	(45,018)	(10)
营业税及其附加	(4,924)	(4,654)	(5)
毛利润	2,168	1,702	(21)
销售费用	(335)	(274)	(18)
管理费用	(1,325)	(1,224)	(8)
财务费用	150	(279)	na
资产减值亏损	(24)	(23)	(4)
投资收入	8	(66)	na
经营利润	642	(164)	na
非经营性收入	8	25	219
非经营性开支	(40)	(30)	(25)
总利润	609	(169)	na
所得税	(167)	7	na
少数股东权益	(4)	(3)	(30)
净利润	438	(165)	na
盈利能力 (%)			
毛利率	3.8	3.3	
经营利润率	1.1	(0.3)	
净利率	0.8	(0.3)	

资料来源：公司数据

图表 6. 收入构成(A 股)

(人民币，百万)	13 年上半年	14 年上半年	同比变动%
合成纤维	1,649	1,456	(12)
树脂和塑料	6,899	5,993	(13)
石化中间产品	9,798	6,871	(30)
石油产品	32,634	29,882	(8)
石化产品交易	5,646	6,675	18
其他	484	498	3
总计	57,111	51,374	(10)

资料来源：公司数据

图表 7. 税后利润构成(A 股)

(人民币，百万)	13 年上半年	14 年上半年	同比变动%
合成纤维	(279)	(291)	4
树脂和塑料	(624)	(263)	(58)
石化中间产品	708	46	(94)
石油产品	611	558	(9)
石化产品交易	6	52	720
其他	67	79	17
未分配利润	(48)	(343)	614
总计	442	(162)	(137)

资料来源：公司数据

图表 8. 分部税后利润(A 股)

(%)	13 年上半年	14 年上半年
合成纤维	(16.9)	(20.0)
树脂和塑料	(9.1)	(4.4)
石化中间产品	7.2	0.7
石油产品	1.9	1.9
石化产品交易	0.1	0.8
其他	13.9	15.8

资料来源：公司数据

图表 9. 经营数据

(百万吨)	13 年上半年	14 年上半年	同比变动%
原油加工(百万吨)	7.71	7.23	(6.25)
其中，第三方加工(百万吨)	0.35	0.73	109
平均原油成本(人民币/吨)	4,853	4,867	0
主要产品产量(百万吨)			
汽油	1.38	1.51	9.63
柴油	2.51	2.03	(19.15)
航空燃油	0.55	0.70	27.16
乙烯	0.48	0.40	(15.46)
对二甲苯	0.46	0.36	(20.20)
合成树脂和共聚物	0.55	0.49	(11.31)
合成纤维单体	0.45	0.36	(19.34)
合成纤维聚合物	0.26	0.20	(22.70)
合成纤维	0.13	0.12	(8.39)

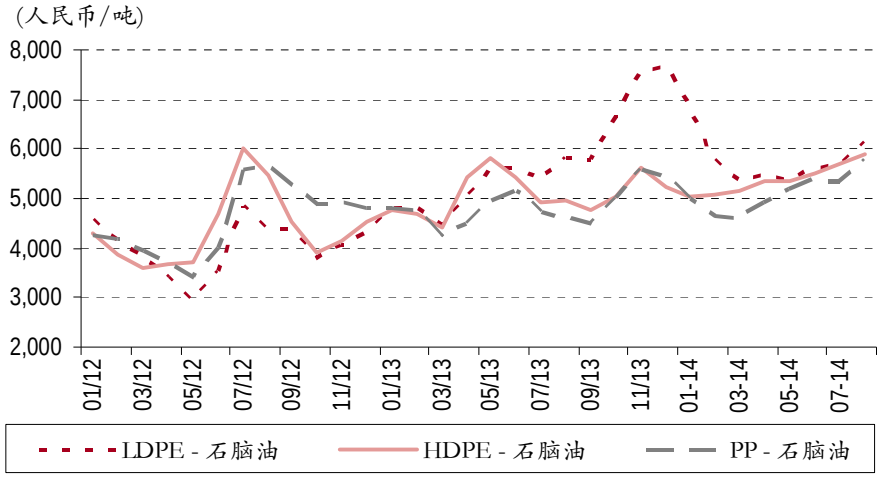
资料来源：公司数据

图表 10. 股权激励计划的主要条款

行权期限 (从授予日开始计算)	行权 比例 (%)	主要表现指标
2-3 年	40	净利润年均复合增长率为 5%(从 2013 年开始),净资产收益率不低于 9%
3-4 年	30	净利润年均复合增长率为 5%(从 2013 年开始),净资产收益率不低于 9.5%
4-5 年	30	净利润年均复合增长率为 5%(从 2013 年开始),净资产收益率不低于 10%

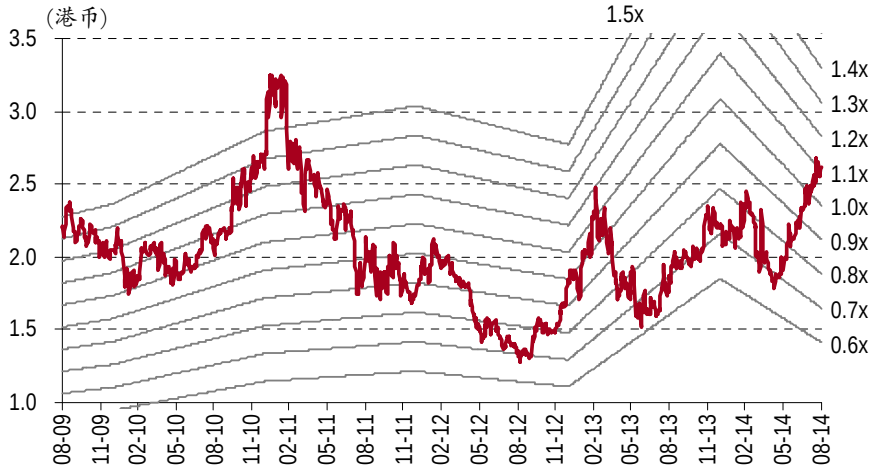
资料来源：公司数据

图表 11. 主要化工产品差价



资料来源：百川资讯

图表 12. 市净率趋势图(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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	93,072	115,540	105,092	110,329	106,825
销售成本	(86,041)	(100,477)	(93,094)	(95,550)	(92,407)
经营费用	(7,302)	(10,930)	(9,975)	(10,535)	(10,073)
经营利润(息税前利润)	(2,002)	1,652	(200)	1,973	2,018
折旧及摊销	(1,731)	(2,480)	(2,223)	(2,271)	(2,326)
息税折旧前利润	(271)	4,133	2,022	4,245	4,345
净利息收入/(费用)	(270)	(298)	(246)	(2)	110
其他收益/(损失)	239	1,039	475	506	506
税前利润	(2,033)	2,393	28	2,477	2,634
所得税	508	(379)	(20)	(632)	(672)
少数股东权益	(23)	(10)	0	(9)	(10)
净利润	(1,548)	2,004	8	1,835	1,952
核心净利润	(1,535)	1,128	8	1,835	1,952
每股收益(人民币)	(0.143)	0.186	0.001	0.170	0.181
核心每股收益(人民币)	(0.142)	0.104	0.001	0.170	0.181
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.000	0.052	0.055
收入增长(%)	(3)	24	(9)	5	(3)
息税前利润增长(%)	(294)	(183)	(112)	(1,086)	2
息税折旧前利润增长(%)	(110)	(1,626)	(51)	110	2
每股收益增长(%)	(264)	(229)	(100)	22,834	6
核心每股收益增长(%)	(306)	(173)	(99)	22,834	6

资料来源：公司数据，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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	(2,033)	2,393	28	2,477	2,634
折旧与摊销	1,731	2,480	2,223	2,271	2,326
净利息费用	270	298	246	2	(110)
运营资本变动	(1,743)	1,239	591	(353)	232
税金	(43)	(379)	(20)	(632)	(672)
其他经营现金流	563	(174)	129	245	296
经营活动产生的现金流	(1,255)	5,857	3,197	4,010	4,707
购买固定资产净值	(4,260)	(1,323)	(1,000)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	28	469	(91)	(90)	(90)
其他投资现金流	169	225	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,062)	(629)	(1,091)	(2,090)	(2,090)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	6,586	(4,118)	(594)	(1,500)	(1,709)
支付股息	(388)	(379)	(540)	0	(562)
其他融资现金流	(811)	(759)	(376)	(247)	(185)
融资活动产生的现金流	5,387	(5,256)	(1,510)	(1,747)	(2,456)
现金变动	70	(28)	597	173	161
期初现金	91	161	133	730	903
公司自由现金流	(5,207)	5,228	2,106	1,997	2,674
权益自由现金流	912	733	1,137	173	722

资料来源：公司数据，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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	161	133	730	903	1,064
应收帐款	1,083	1,976	1,798	1,887	1,827
库存	8,938	9,039	8,246	8,590	8,232
其他流动资产	2,710	3,337	11,252	9,969	8,502
流动资产总计	12,891	14,486	22,025	21,350	19,624
固定资产	18,674	17,655	16,498	16,293	16,033
无形资产	498	459	446	433	420
其他长期资产	4,743	4,317	4,227	4,317	4,407
长期资产总计	23,914	22,430	21,171	21,044	20,861
总资产	36,806	36,916	43,197	42,393	40,485
应付帐款	5,523	8,852	8,202	8,418	8,141
短期债务	11,024	6,484	6,500	5,000	3,500
其他流动负债	2,380	2,681	9,144	8,550	7,259
流动负债总计	18,927	18,017	23,845	21,968	18,900
长期借款	1,231	628	628	419	209
其他长期负债	190	180	180	180	180
股本	7,200	10,800	10,800	10,800	10,800
储备	8,990	7,032	7,484	8,758	10,117
股东权益	16,190	17,832	18,284	19,558	20,917
少数股东权益	267	259	259	269	279
总负债及权益	36,806	36,916	43,197	42,393	40,485
每股帐面价值(人民币)	1.50	1.65	1.69	1.81	1.94
每股有形资产(人民币)	1.45	1.61	1.65	1.77	1.90
每股净负债/(现金)(人民币)	1.12	0.65	0.59	0.42	0.24

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

主要比率 — A 股

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(0.3)	3.6	1.9	3.8	4.1
息税前利润率	(2.2)	1.4	(0.2)	1.8	1.9
税前利润率	(2.2)	2.1	0.0	2.2	2.5
净利率	(1.7)	1.7	0.0	1.7	1.8
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
利息覆盖率	(5.6)	4.3	(0.5)	8.0	10.9
净权益负债率 (%)	73.5	38.6	34.5	22.8	12.5
速动比率	0.2	0.3	0.6	0.6	0.6
估值(倍)					
市盈率	N/M	18.9	4723.7	20.6	19.4
核心业务市盈率	N/M	33.5	4723.7	20.6	19.4
目标价对应核心业务市盈率	N/M	30.6	4305.3	18.8	17.6
市净率	2.3	2.1	2.1	1.9	1.8
价格/现金流	(30.1)	6.5	11.8	9.4	8.0
企业价值/息税折旧前利润	(173.9)	10.1	20.5	9.3	8.6
周转率					
存货周转天数	30.8	32.7	33.9	32.2	33.2
应收帐款周转天数	3.3	4.8	6.6	6.1	6.3
应付帐款周转天数	19.9	22.7	29.6	27.5	28.3
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	53.9	0.0	30.6	30.4
净资产收益率	(9.0)	11.8	0.0	9.7	9.6
资产收益率	(5.9)	3.8	(0.1)	3.4	3.6
已运用资本收益率	(7.3)	6.5	(0.3)	8.7	9.2

资料来源：公司数据，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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	87,217	105,503	95,963	100,745	97,545
销售成本	(88,618)	(103,226)	(95,028)	(97,605)	(94,380)
经营费用	1,311	1,544	1,541	1,589	1,665
经营利润(息税前利润)	(1,772)	1,724	326	2,531	2,577
折旧及摊销	(1,683)	(2,097)	(2,150)	(2,198)	(2,254)
息税折旧前利润	(89)	3,821	2,476	4,729	4,830
净利息收入/(费用)	(270)	(286)	(246)	(2)	110
其他收益/(损失)	26	1,007	0	0	0
税前利润	(2,016)	2,445	80	2,529	2,686
所得税	511	(379)	(20)	(632)	(672)
少数股东权益	(23)	(10)	0	(9)	(10)
净利润	(1,528)	2,055	60	1,887	2,005
核心净利润	(1,515)	1,179	60	1,887	2,005
每股收益(人民币)	(0.142)	0.190	0.006	0.175	0.186
核心每股收益(人民币)	(0.140)	0.109	0.006	0.175	0.186
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.000	0.052	0.055
收入增长(%)	(3)	21	(9)	5	(3)
息税前利润增长(%)	(267)	(197)	(81)	676	2
息税折旧前利润增长(%)	(103)	(4,373)	(35)	91	2
每股收益增长(%)	(260)	(234)	(97)	3,056	6
核心每股收益增长(%)	(300)	(178)	(95)	3,056	6

资料来源：公司数据，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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	(2,016)	2,445	80	2,529	2,686
折旧与摊销	1,683	2,097	2,150	2,198	2,254
净利息费用	270	286	246	2	(110)
运营资本变动	(2,243)	(607)	593	(350)	234
税金	(43)	(9)	(20)	(632)	(672)
其他经营现金流	749	1,264	148	340	371
经营活动产生的现金流	(1,600)	5,475	3,197	4,087	4,764
购买固定资产净值	(4,260)	(1,323)	(1,000)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	74	539	(91)	(90)	(90)
其他投资现金流	13	155	0	(77)	(57)
投资活动产生的现金流	(4,172)	(629)	(1,091)	(2,167)	(2,147)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	6,586	(4,118)	(594)	(1,500)	(1,709)
支付股息	(388)	(379)	(540)	0	(562)
其他融资现金流	(356)	(377)	(376)	(247)	(185)
融资活动产生的现金流	5,842	(4,874)	(1,510)	(1,747)	(2,456)
现金变动	70	(28)	597	173	160
期初现金	91	161	133	730	903
公司自由现金流	(5,662)	4,846	2,106	1,997	2,674
权益自由现金流	457	351	1,137	173	722

资料来源：公司数据，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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	161	133	730	903	1,064
应收帐款	93	148	134	141	137
库存	8,938	9,039	8,403	8,822	8,542
其他流动资产	3,699	5,166	4,923	5,044	4,963
流动资产总计	12,891	14,486	14,190	14,911	14,705
固定资产	17,469	16,669	15,487	14,549	13,555
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	6,102	5,481	5,588	6,400	7,213
长期资产总计	23,571	22,151	21,075	20,949	20,768
总资产	36,463	36,637	35,265	35,860	35,473
应付帐款	2,887	2,740	2,547	2,674	2,589
短期债务	11,024	7,094	6,500	5,209	3,709
其他流动负债	5,017	8,183	8,078	8,150	8,104
流动负债总计	18,927	18,017	17,125	16,033	14,403
长期借款	1,231	628	628	419	209
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	7,200	10,800	10,800	10,800	10,800
储备	8,837	6,932	6,452	8,339	9,783
股东权益	16,037	17,732	17,252	19,139	20,583
少数股东权益	267	259	259	269	279
总负债及权益	36,463	36,637	35,265	35,860	35,473
每股帐面价值(人民币)	1.48	1.64	1.60	1.77	1.91
每股有形资产(人民币)	1.48	1.64	1.60	1.77	1.91
每股净负债/(现金)(人民币)	1.12	0.70	0.59	0.44	0.26

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

主要比率—H股

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(0.1)	3.6	2.6	4.7	5.0
息税前利润率	(2.0)	1.6	0.3	2.5	2.6
税前利润率	(2.3)	2.3	0.1	2.5	2.8
净利率	(1.8)	1.9	0.1	1.9	2.1
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
利息覆盖率	(5.0)	4.6	0.9	10.2	13.9
净权益负债率 (%)	74.2	42.2	36.5	24.3	13.7
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率	N/M	10.9	373.7	11.8	11.1
核心业务市盈率	N/M	18.9	373.7	11.8	11.1
目标价对应核心业务市盈率	N/M	21.9	432.4	13.7	12.9
市净率	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
价格/现金流	(14.0)	4.1	7.0	5.5	4.7
企业价值/息税折旧前利润	(356.1)	7.1	10.5	5.1	4.6
周转率					
存货周转天数	29.9	31.8	33.5	32.2	33.6
应收帐款周转天数	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应付帐款周转天数	12.6	9.7	10.1	9.5	9.8
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	52.5	0.0	29.8	29.6
净资产收益率	(9.0)	12.2	0.3	10.4	10.1
资产收益率	(5.3)	4.0	0.7	5.3	5.4
已运用资本收益率	(6.4)	6.7	1.8	11.2	11.5

资料来源：公司数据，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，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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371