

国企改革叠加高股息，布局中国石化正当时

核心观点

中国石化股价常年破净，估值低于同板块内的民企。我们认为，国企承担了很多诸如保就业一类的社会责任，对其盈利能力造成一定的拖累。国资委对国有企业提出了更高的要求。我们认为，当下的中国石化值得布局，具体原因如下：

- **国资委考核 ROE，若公司未来 ROE 提升，估值有望修复：**2023 年国资委对央企提出了更高的要求，1 月 5 日，国资委召开中央企业负责人会议，进一步优化央企经营指标体系为“一利五率”，明确“一利五率”目标为“一增一稳四提升”。3 月 3 日，国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。本次是国资委第一次用 ROE 指标替代净利润指标。在此背景下，公司将增强集团化管控、集约化运作能力，加强成本管控、管理创新能力，进一步强化精益运营和精益管理，估值有望迎来修复。
- **成品油景气度回升，炼厂升级改造提升经营效率：**随着国内出行需求的恢复，成品油景气度有望回升，中石化炼厂成品油占比高，2022 年成品油收率约 57.9%，将受益于出行需求回暖。中石化同样注重炼厂的升级改造以提高竞争力，千万吨级炼厂数量从 2015 年的 12 家提升到 2020 年的 14 家。同时，中石化拟在建乙烯超千万吨，未来将提升化工品比例，以应对成品油需求达峰。
- **股息率高，大股东全额现金认购定增彰显信心：**公司自 2014 年起股利支付率一直维持在 50%以上，公司 2022 年每股分红 0.355 元，股息率超过 6%，股利支付率 64.5%。公司于 2023 年 3 月发布定增预案，中国石化集团拟以现金方式一次性全额认购公司本次定增，发行价格 5.36 元/股，彰显了大股东对公司发展的信心。

盈利预测与投资建

- 结合当前原油价格及炼油景气度，我们调整公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.58、0.63 和 0.67 元（原预测 0.67、0.68、-元），可比公司 23 年平均 PE 为 11 倍，对应目标价为 6.38 元（原目标价 5.04 元），维持增持评级。

风险提示

- 原油价格大幅波动；炼化产品需求下滑；项目进度不及预期。

公司主要财务信

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,740,884	3,318,168	3,346,003	3,380,016	3,415,162
同比增长(%)	30.2%	21.1%	0.8%	1.0%	1.0%
营业利润(百万元)	112,414	96,414	105,974	113,638	120,928
同比增长(%)	121.3%	-14.2%	9.9%	7.2%	6.4%
归属母公司净利润(百万元)	71,208	66,302	69,480	75,082	80,571
同比增长(%)	114.0%	-6.9%	4.8%	8.1%	7.3%
每股收益(元)	0.59	0.55	0.58	0.63	0.67
毛利率(%)	19.1%	15.0%	15.1%	15.3%	15.4%
净利率(%)	2.6%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%
净资产收益率(%)	9.4%	8.5%	8.5%	8.7%	8.9%
市盈率	9.4	10.1	9.6	8.9	8.3
市净率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 增持 (维持)

股价(2023年03月28日)	5.56元
目标价格	6.38元
52周最高价/最低价	5.93/3.72元
总股本/流通A股(万股)	11,989,641/11,989,641
A股市值(百万元)	666,624
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2023年03月29日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.18	19.3	25.76	44.5
相对表现	-0.61	21.02	22.45	48.09
沪深300	0.43	-1.72	3.31	-3.59



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
袁帅	yuanshuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522070002

相关报告

盈利创十年新高，布局新能源加快低碳转型	2022-03-31
上游业务受益油价上涨，积极布局新业务	2021-11-01
业绩企稳向上，十四五重点发展天然气、“油转化”和氢能	2021-03-31

目录

1. 引言.....	4
2. 国资委考核 ROE，公司 ROE 有较大提升空间.....	4
3. 成品油景气度回升，炼厂升级改造提升经营效率.....	7
4. 股息率高，大股东全额现金认购定增彰显信心.....	9
5. 盈利预测与投资建议	10
5.1 盈利预测	10
5.2 投资建议	11
6. 风险提示.....	11

图表目录

图 1: 中国石化、荣盛石化、恒力石化 ROE 对比	5
图 2: 中国石化、荣盛石化、恒力石化销售费用率对比	5
图 3: 中国石化、荣盛石化、恒力石化管理费用率对比	5
图 4: 上海石化人力成本（元/吨）	5
图 5: 荣盛石化、恒力石化人力成本（元/吨）	5
图 6: 中国石化、荣盛石化、恒力石化销售净利率对比	6
图 7: 中国石化、荣盛石化、恒力石化总资产周转率（次）	6
图 8: 中国石化、荣盛石化、恒力石化权益乘数对比	6
图 9: 中国石化 PB-Band	7
图 10: 国内成品油价差（元/吨）	7
图 11: 国内汽油需求月度数据（万吨）	8
图 12: 中国石化 2014 年来股利支付率	9
表 1: 中国石化拟建在建乙烯项目	8
表 2: 中国石化定增募投项目（万元）	9
表 3: 可比公司估值（截至 2023/03/28）	11

1. 引言

中国石化股价常年破净，估值低于同板块内的民企。我们认为，国企承担了很多诸如保就业一类的社会责任，对其盈利能力造成一定的拖累。国资委对国有企业提出了更高的要求。我们认为，当下的中国石化值得布局，具体原因如下：

- 1. 国资委考核 ROE，若公司未来 ROE 提升，估值有望修复：**2023 年国资委对央企提出了更高的要求，1 月 5 日，国资委召开中央企业负责人会议，进一步优化央企经营指标体系为“一利五率”，明确“一利五率”目标为“一增一稳四提升”。3 月 3 日，国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。本次是国资委第一次用 ROE 指标替代净利润指标。在此背景下，公司将增强集团化管控、集约化运作能力，加强成本管控、管理创新能力，进一步强化精益运营和精益管理，估值有望迎来修复。
- 2. 成品油景气度回升，炼厂升级改造提升经营效率：**随着国内出行需求的恢复，成品油景气度有望回升，中石化炼厂成品油占比高，2021 年成品油收率约 57%，将受益于出行需求回暖。中石化同样注重炼厂的升级改造以提高竞争力，千万吨级炼厂数量从 2015 年的 12 家提升到 2020 年的 14 家。同时，中石化拟建在建乙烯超千万吨，未来将提升化工品比例，以应对成品油需求达峰。
- 3. 股息率高，大股东全额现金认购定增彰显信心：**公司自 2014 年起股利支付率一直维持在 50% 以上，公司 2022 年每股分红 0.355 元，股息率超过 6%，股利支付率 64.5%。公司于 2023 年 3 月发布定增预案，中国石化集团拟以现金方式一次性全额认购公司本次定增，发行价格 5.36 元/股，彰显了大股东对公司发展的信心。

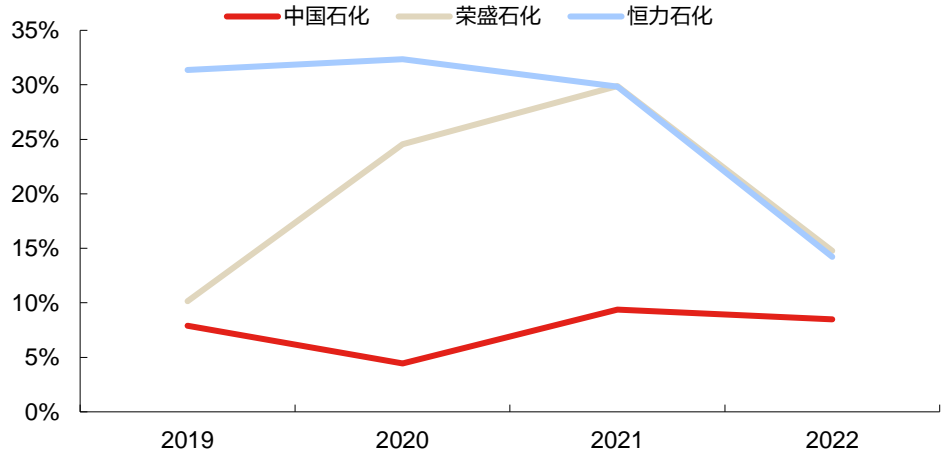
2. 国资委考核 ROE，公司 ROE 有较大提升空间

2023 年以来，国资委对国企央企提出了新的考核方式，1 月 5 日，国资委召开中央企业负责人会议，进一步优化央企经营指标体系为“一利五率”，替代原先的“两利四率”。所谓“一利五率”分别指的是利润总额、资产负债率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率。国资委明确“一利五率”目标为“一增一稳四提升”。其中，“一增”，就是确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩，增大国资委稳定宏观经济大盘的分量。“一稳”，就是资产负债率总体保持稳定。“四提升”，就是净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。本次是国资委第一次用 ROE 指标替代净利润指标。

3 月 3 日，国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。国资委要求国企要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平。进一步强调了对国企央企 ROE 的考察。

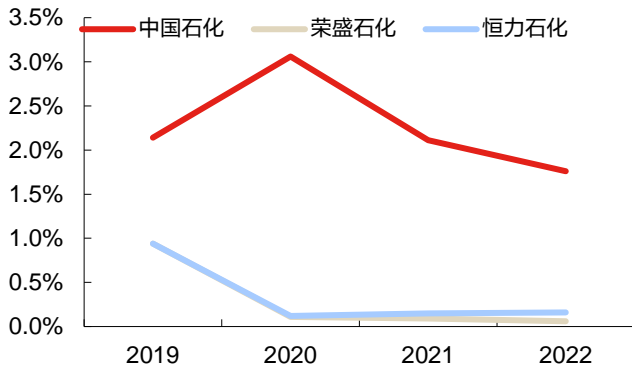
和同板块的民营炼化相比，中国石化的 ROE 长期较低，有很大的提升空间。从提升销售净利率的角度看，费用方面，中石化的销售费用率和管理费用率分别较两家民营企业有 1.5 个 pct 的差距。营业成本方面，由于中石化未披露单吨人力成本，我们选取中石化旗下的上海石化为例，对比上海石化和两家民营炼化的人力成本，上石化单吨人工成本高出两家民营炼化约 140 元/吨，按 2000 万吨加工量测算，成本上能差出 28 亿元。

图 1：中国石化、荣盛石化、恒力石化 ROE 对比



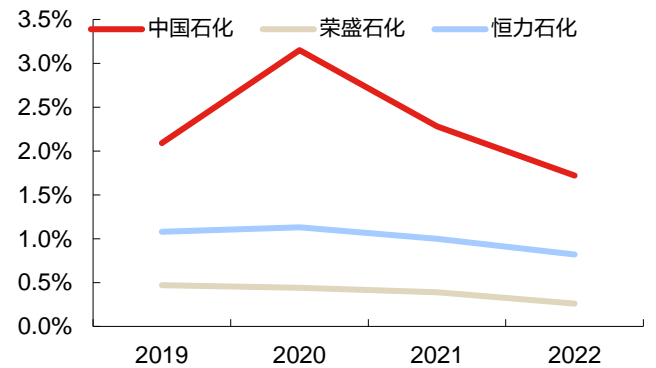
资料来源：Wind，东方证券研究所 *恒力和荣盛 2022 数据为 2022 前三年季度 ROE 年化数据

图 2：中国石化、荣盛石化、恒力石化销售费用率对比



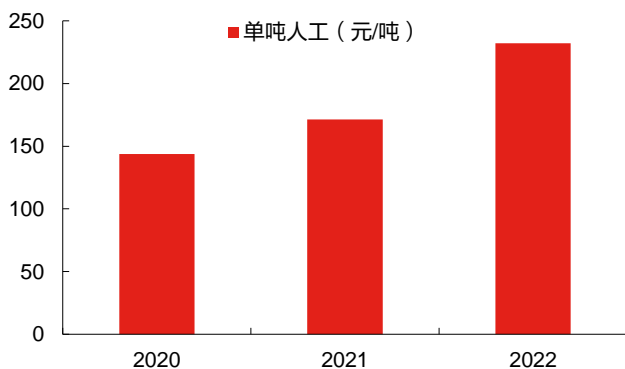
资料来源：Wind，东方证券研究所*恒力和荣盛 2022 数据为 2022Q3 数据

图 3：中国石化、荣盛石化、恒力石化管理费用率对比



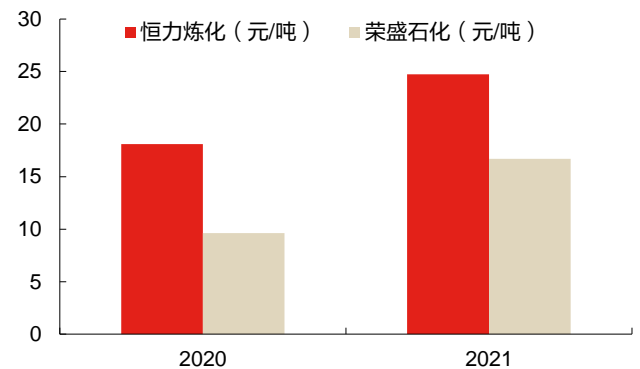
资料来源：Wind，东方证券研究所*恒力和荣盛 2022 数据为 2022Q3 数据

图 4：上海石化人力成本（元/吨）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

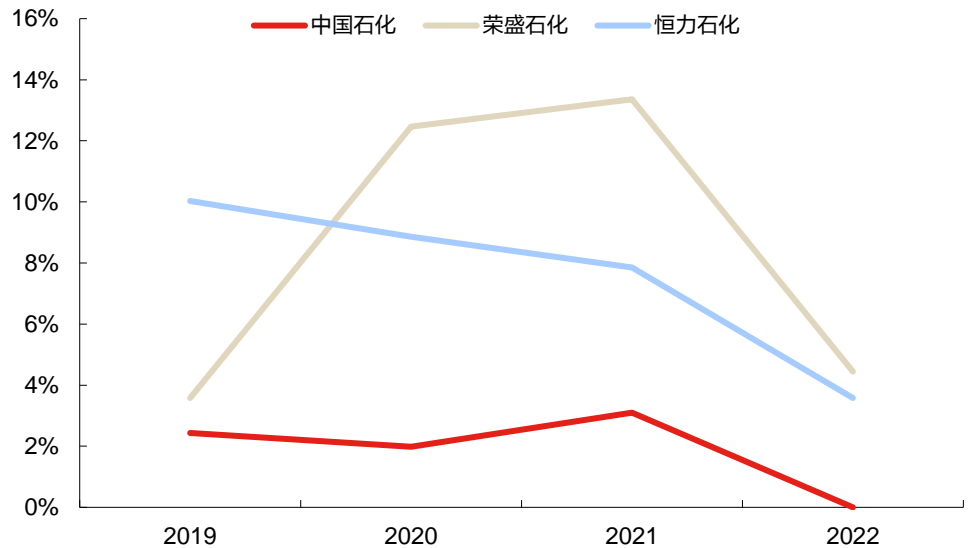
图 5：荣盛石化、恒力石化人力成本（元/吨）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

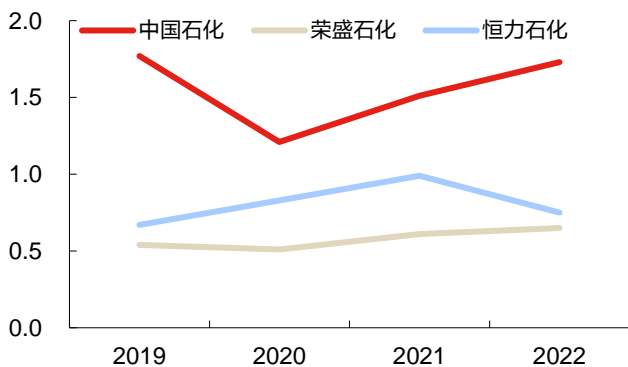
根据杜邦分析法拆解来看，中石化和两家民营炼化相比，总资产周转率优于两家民营炼化，ROE 的劣势来自于销售净利率和权益乘数的差异。销售净利率的提升可从我们上一段指出的费用率和营业成本角度入手。权益乘数方面可适当提升杠杆，例如在新项目的建设中适当提高负债。因此，我们认为在国资委考核 ROE 的背景下，采取合适的举措，中石化 ROE 的提升可能性较大。

图 6：中国石化、荣盛石化、恒力石化销售净利率对比



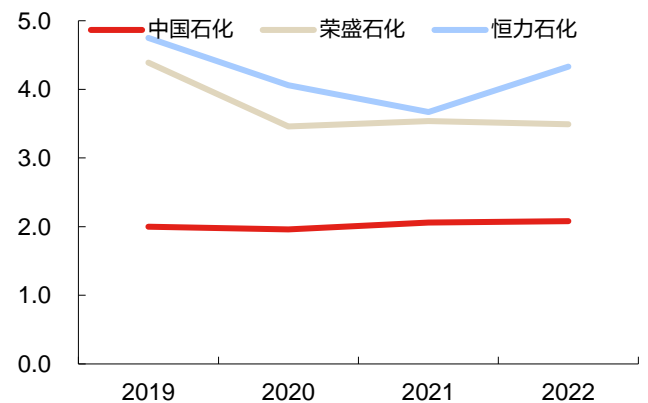
资料来源：Wind，东方证券研究所 *恒力和荣盛 2022 数据为 2022Q3 数据

图 7：中国石化、荣盛石化、恒力石化总资产周转率（次）



资料来源：Wind，东方证券研究所*恒力和荣盛 2022 数据为 2022Q3 数据

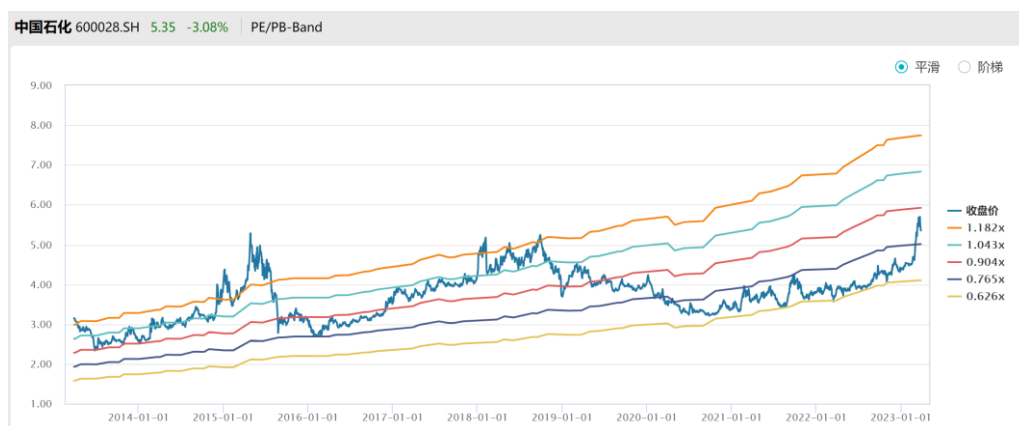
图 8：中国石化、荣盛石化、恒力石化权益乘数对比



资料来源：Wind，东方证券研究所*恒力和荣盛 2022 数据为 2022Q3 数据

过去，中石化的 PB 长期在 0.6 倍附近，随着国资委考核国企央企 ROE，以及“中特估”概念的出现，公司的 PB 出现了一定程度的修复，若未来公司 ROE 能够提升，我们认为将进一步带动估值的修复。若仅从 PB 角度来看，当前公司估值处于历史较低位置。

图 9：中国石化 PB-Band

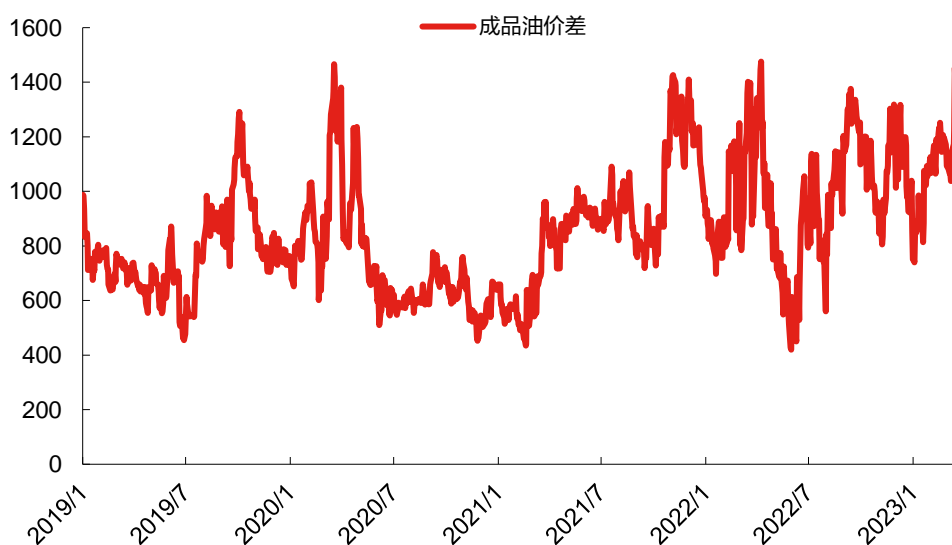


资料来源：Wind，东方证券研究所

3. 成品油景气度回升，炼厂升级改造提升经营效率

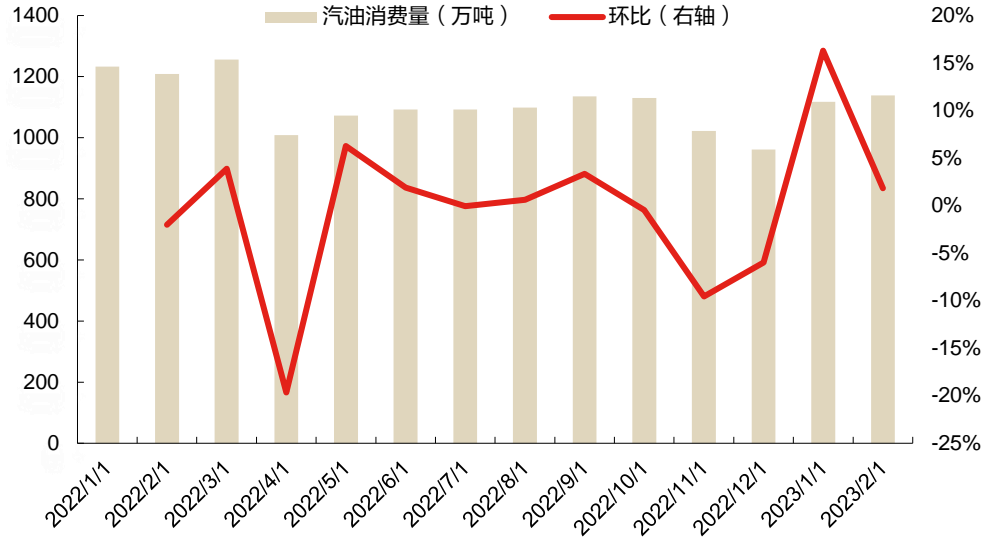
从周期角度来看，2022 年受需求萎缩的影响，中石化全年汽油产量 5905 万吨，同比下滑 9.4%。而 2023 年随着国内出行需求的恢复，成品油的景气度有望回升。从百川资讯的数据来看，2023 年 1、2 月汽油的需求来看，环比连续两月出现增长，需求恢复的逻辑正在兑现。我们也观测到成品油价差正在拉大，未来成品油有望量价齐升。中石化炼厂产品中成品油收率高，2022 年中石化炼油板块全年加工原油 2.42 亿吨，生产成品油 1.40 亿吨，成品油收率达到 57.9%。在成品油景气度回暖的背景下，中石化直接受益且弹性大。

图 10：国内成品油价差（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 11：国内汽油需求月度数据（万吨）



资料来源：百川资讯，东方证券研究所

拉长时间维度来看，中石化同样注重炼厂的升级改造以提高竞争力，千万吨级炼厂数量从 2015 年的 12 家提升到 2020 年的 14 家。新建炼能包括中石化岳阳 1500 万吨/年炼油，福建古雷炼化二期 1600 万吨/年炼油，中科炼化一期 1000 万吨/年炼油和二期 1500 万吨/年炼油，海南炼化 500 万吨/年炼油扩建项目，镇海炼化 1500 万吨/年炼油扩建项目。同时，公司有序推进低成本“油转化”，加大“油转特”力度，加快装置结构调整和优势产能建设。中石化九大拟建在建乙烯项目，总产能超千万吨，未来将提升化工品比例，以应对成品油需求达峰。公司在解决卡脖子产品上也持续加大研发投入，实现大丝束碳纤维规模化生产，POE、聚丁烯-1 中试装置一次开车成功，并产出合格产品。

表 1：中国石化拟建在建乙烯项目

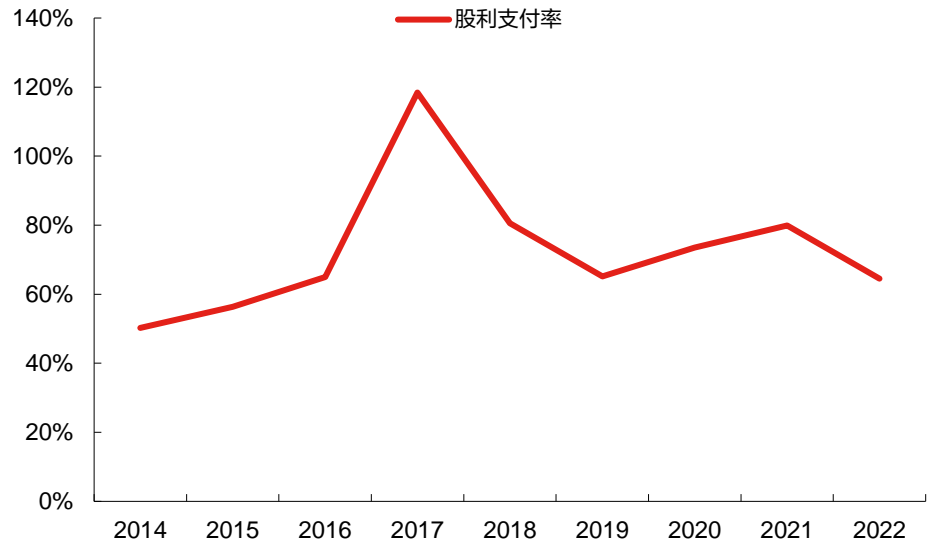
乙烯项目	产能 (万吨)
中石化岳阳	150
塔河炼化	100
古雷炼化二期	120
中科炼化二期	120
海南炼化	100
天津南港	120
洛阳石化	100
扬子石化	100
镇海炼化扩建	120
合计	1030

来源：新浪网，东方证券研究所

4. 股息率高，大股东全额现金认购定增彰显信心

公司自 2014 年起股利支付率一直维持在 50% 以上，2022 年公司每股分红 0.355 元，股息率超过 6%，股利支付率 64.5%。若考虑到公司 2022 年度回购 A 股股份及 H 股股份支付的总金额，公司 2022 年度全年现金分红比例（包括集中竞价方式回购股份的金额，按中国企业会计准则合并报表口径）为 70.8%。对于赚取股息率的长期投资者来说，中国石化具有吸引力。

图 12：中国石化 2014 年来股利支付率



资料来源：Wind，东方证券研究所

公司于 2023 年 3 月发布定增预案，拟募集资金总额不超过 120 亿元用于项目的建设，公司大股东中国石化集团拟以现金方式一次性全额认购公司本次定增的全部股份。发行金额为 5.36 元/股。大股东全额现金认购定增彰显了对公司发展的信心。募投项目中的茂名分公司 5 万吨/年 POE 装置有望率先实现 POE 粒子的进口替代。

表 2：中国石化定增募投项目（万元）

投资方向	项目	项目投资总额	拟投入募集资金
清洁能源	天津 LNG 项目三期工程一阶段	556,169	450,000
	燕山分公司氢气提纯设施完善项目	20,706	20,000
高附加值材料	茂名分公司炼油转型升级及乙烯提质改造项目	3,305,746	480,000
	茂名分公司 5 万吨/年聚烯烃弹性体（POE）工业试验装置项目	109,076	90,000
	中科（广东）炼化有限公司 2 号 EVA 项目	215,832	160,000
	合计	4,207,529	1,200,000

来源：公司公告，东方证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

- 1) 假设 23-25 年布油价格、天然气价格分别为 82.38 美元/桶和 1.81 元/方，23-25 年原油产量分别为 40.55、41.64 和 42.77 百万吨，天然气产量分别为 13112、13767 和 14456 亿立方英尺。
- 2) 假设 23-25 年汽油、柴油和煤油的实现价格分别为 8782、7907 和 6946 元/吨，炼油板块 23-25 年毛利率分别为 17.4%、17.5% 和 17.5%，石化板块 23-25 年毛利率分别 2.6%、2.6% 和 2.6%。
- 3) 假设公司 23-25 年销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 1.77%、1.72% 和 0.38%。

盈利预测核心假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
勘探板块					
销售收入（百万元）	249,998.0	319,411.0	297,839.9	305,631.0	313,722.9
增长率	49.0%	27.8%	-6.8%	2.6%	2.6%
毛利率	17.5%	32.7%	25.2%	24.4%	23.7%
炼油板块					
销售收入（百万元）	1,385,564.0	1,575,139.0	1,596,970.0	1,613,842.8	1,630,884.3
增长率	46.8%	13.7%	1.4%	1.1%	1.1%
毛利率	23.4%	16.3%	17.4%	17.5%	17.5%
销售板块					
销售收入（百万元）	1,411,544.0	1,713,874.0	1,755,032.0	1,774,268.3	1,793,776.9
增长率	28.1%	21.4%	2.4%	1.1%	1.1%
毛利率	6.6%	5.5%	6.0%	6.2%	6.4%
石化板块					
销售收入（百万元）	505,503.0	540,152.0	541,880.9	547,022.7	552,215.9
增长率	36.0%	6.9%	0.3%	0.9%	0.9%
毛利率	7.6%	2.0%	2.6%	2.6%	2.6%
其他业务					
销售收入（百万元）	1,297,701.0	1,790,478.0	1,880,001.9	1,974,002.0	2,072,702.1
增长率	45.8%	38.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	2.2%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
分部间抵消					
销售收入（百万元）	-2,109,426.0	-2,620,886.0	-2,725,721.4	-2,834,750.3	-2,948,140.3
增长率	-53.8%	-24.2%	-4.0%	-4.0%	-4.0%
毛利率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
合计	2,740,884.0	3,318,168.0	3,346,003.3	3,380,016.4	3,415,161.7
增长率	30.2%	21.1%	0.8%	1.0%	1.0%
综合毛利率	19.1%	15.0%	15.1%	15.3%	15.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

5.2 投资建议

结合当前原油价格及炼油景气度，我们调整公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.58、0.63 和 0.67 元（原预测 0.67、0.68、-元），可比公司 23 年平均 PE 为 11 倍，对应目标价为 6.38 元（原目标价 5.04 元），维持增持评级。

表 3：可比公司估值（截至 2023/03/28）

公司	股价 (元/ 股)	每股收益 (元)			市盈率		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
上海石化	3.41	-0.27	0.09	0.13	-12.82	37.4	25.7
中国神华	27.38	3.50	3.72	3.78	7.81	7.4	7.2
恒力石化	17.29	0.93	1.76	2.46	18.63	9.8	7.0
荣盛石化	14.20	0.51	1.01	1.48	27.89	14.1	9.6
恒逸石化	8.29	0.32	0.86	1.02	26.20	9.7	8.1
东华能源	9.10	0.16	0.85	1.47	56.45	10.7	6.2
调整后平均					20	11	8

资料来源：Wind，东方证券研究所

6. 风险提示

- 1) 原油价格大幅波动：**公司勘探业务板块的业绩与油价正相关，此外，油价也是成品油和化工品价格的锚，若出现大幅的波动，则会影响炼油和石化板块的业绩。
- 2) 炼化产品需求下滑：**化工品和成品油的需求若出现下滑，则影响其销量和价格，将对公司的盈利预测造成影响。
- 3) 项目进度不及预期：**公司有多个重要炼厂升级和改造的在建工程，若项目进度不及预期也将影响炼化的盈利能力的提升。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	221,989	145,052	247,152	233,899	238,407	营业收入	2,740,884	3,318,168	3,346,003	3,380,016	3,415,162
应收票据、账款及款项融资	40,800	49,871	50,289	50,801	51,329	营业成本	2,216,551	2,819,363	2,840,810	2,864,334	2,888,787
预付账款	9,267	7,956	8,023	8,104	8,189	营业税金及附加	259,032	263,991	270,058	273,009	276,006
存货	207,433	244,241	246,099	248,137	250,255	营业费用	57,891	58,567	59,058	59,659	60,279
其他	78,535	76,020	56,912	57,188	57,475	管理费用及研发费用	74,016	69,981	70,568	71,285	72,027
流动资产合计	558,024	523,140	608,475	598,129	605,654	财务费用	9,010	9,974	12,173	10,729	9,772
长期股权投资	209,179	233,941	248,403	262,865	277,327	资产、信用减值损失	15,476	10,925	9,000	9,000	9,000
固定资产	598,925	630,700	676,952	724,813	769,748	公允价值变动收益	3,341	(1,715)	(1,715)	(1,715)	(1,715)
在建工程	155,939	196,045	188,811	199,365	197,488	投资净收益	6,032	14,462	14,462	14,462	14,462
无形资产	119,210	120,694	109,722	98,750	87,777	其他	(5,867)	(1,700)	8,891	8,891	8,891
其他	247,978	244,120	196,915	196,915	196,915	营业利润	112,414	96,414	105,974	113,638	120,928
非流动资产合计	1,331,231	1,425,500	1,420,803	1,482,707	1,529,255	营业外收入	3,516	2,960	2,960	3,145	3,022
资产总计	1,889,255	1,948,640	2,029,277	2,080,836	2,134,909	营业外支出	7,582	4,859	4,859	4,859	4,859
短期借款	27,366	21,313	21,313	21,313	21,313	利润总额	108,348	94,515	104,075	111,925	119,091
应付票据及应付账款	215,640	269,424	271,474	273,722	276,058	所得税	23,318	18,757	20,654	22,212	23,634
其他	398,274	376,648	377,700	378,986	380,315	净利润	85,030	75,758	83,421	89,713	95,457
流动负债合计	641,280	667,385	670,487	674,021	677,686	少数股东损益	13,822	9,456	13,940	14,631	14,886
长期借款	49,341	94,964	94,964	94,964	94,964	归属于母公司净利润	71,208	66,302	69,480	75,082	80,571
应付债券	42,649	12,997	12,997	12,997	12,997	每股收益(元)	0.59	0.55	0.58	0.63	0.67
其他	239,944	236,141	236,141	236,141	236,141						
非流动负债合计	331,934	344,102	344,102	344,102	344,102	主要财务比率					
负债合计	973,214	1,011,487	1,014,589	1,018,123	1,021,788		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	140,939	151,576	165,516	180,147	195,033	成长能力					
实收资本(或股本)	121,071	119,896	119,896	119,896	119,896	营业收入	30.2%	21.1%	0.8%	1.0%	1.0%
资本公积	120,188	118,875	118,875	118,875	118,875	营业利润	121.3%	-14.2%	9.9%	7.2%	6.4%
留存收益	531,869	540,921	610,401	643,795	679,317	归属于母公司净利润	114.0%	-6.9%	4.8%	8.1%	7.3%
其他	1,974	5,885	(0)	(0)	(0)	获利能力					
股东权益合计	916,041	937,153	1,014,689	1,062,713	1,113,121	毛利率	19.1%	15.0%	15.1%	15.3%	15.4%
负债和股东权益总计	1,889,255	1,948,640	2,029,277	2,080,836	2,134,909	净利率	2.6%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%
						ROE	9.4%	8.5%	8.5%	8.7%	8.9%
						ROIC	9.2%	7.8%	8.1%	8.1%	8.2%
						偿债能力					
						资产负债率	51.5%	51.9%	50.0%	48.9%	47.9%
						净负债率	0.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	0.87	0.78	0.91	0.89	0.89
						速动比率	0.54	0.41	0.53	0.51	0.51
						营运能力					
						应收账款周转率	70.1	74.3	66.1	66.1	66.1
						存货周转率	12.1	12.2	11.3	11.3	11.3
						总资产周转率	1.5	1.7	1.7	1.6	1.6
						每股指标(元)					
						每股收益	0.59	0.55	0.58	0.63	0.67
						每股经营现金流	1.86	0.97	1.70	1.28	1.36
						每股净资产	6.46	6.55	7.08	7.36	7.66
						估值比率					
						市盈率	9.4	10.1	9.6	8.9	8.3
						市净率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
						EV/EBITDA	5.2	2.6	4.2	3.9	3.7
						EV/EBIT	5.9	6.7	6.0	5.7	5.5

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经许可的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。