

买入

2015年05月18日

利用农资电商模式，从化肥生产商向农资生产、服务商转型

► **“倡导高效”、“全员持股”的优秀化肥企业：**中国心连心主要从事生产及销售尿素、复合肥以及甲醇，是当前中国煤基尿素及复合肥最大、最具成本效益的生产商之一。公司倡导的高效肥正逐步被市场接受，是全国第一家掌握高效控失肥专利技术的公司；公司几乎全员持股，管理层及普通员工持股合计达到67.4%。公司2014年公司盈利2.4亿人民币，同比略有下降，但1Q15实现盈利超过1.0亿人民币，同比上升1.2倍，主要是高效肥销售占比和整体产能大幅上升，以及电商渠道销售上升，导致收入和毛利率水平提升明显。

► **在“天时、地利、人和”大环境下，发展农资 O2O 电商平台：**1) 耕地集约化、规模化发展趋势越来越明显；西部地区，尤其是新疆是国家“一路一带”战略的最大收益地区 2) 公司河南生产基地选址优越，即接近煤炭产地，又接近市场。在新疆布局的生产基地亦具备资源和市场双重优势。3) 企业股权结构极具民主化，共同发展意图非常明显。公司 O2O 平台（心农网）已经建设完成，开始在各地进行试点，发展农资电商以及建立 O2O 服务分销渠道，贴近终端用户，增强用户服务。2014 年公司通过电商渠道销售量 75 万吨，占总销量的 38.5%，预期该销量比重将持续提升，到 2016 年该占比将超过 50%。

► **产品创新，差异化发展：**公司自主研发的新型高效肥已开始在市场上销售，特点是高效、高毛利率，重配方，产能无需重复投资，该产品销售比例正快速提升，公司整体毛利率水平提升产生重要影响。截止到 2014 年，高效肥收入占比 22%，利润占比达约 45%，未来随着销售占比提升，利润占比将持续提升。

► **目标价5.64港元，首次评级买入：**公司力图产品结构差异化，不断提升行业内的竞争优势，农资电商 O2O 服务渠道创新，预期 15、16 年 EPS 分别为人民币 0.30 元、0.46 元。我们给予目标价 5.64 港元，对应 2015 年 15 倍 PE，较上个交易日收盘价有 49.08% 的上升空间，首次评级为买入。

郑嘉梁

+852-2532-1599

Jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

主要资料

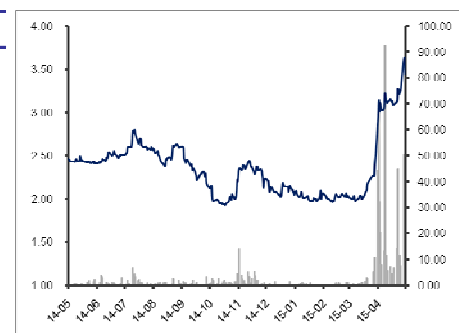
行业	化肥化工
股价	3.78 港元
目标价	5.64 港元 (+49.08%)
股票代码	1866
已发行股本	17.76 亿股
总市值	44.45 亿港元
52 周高/低	3.78 港元/1.93 港元
每股净值	2.84 港元
主要股东	刘兴旭 35.08% 闫蕴华 29.77%

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2013历史	2014历史	2015预测	2016预测	2017预测
收入(百万元人民币)	3,969	5,082	5,320	6,542	6,724
变动(%)	0.59%	28.04%	4.68%	22.97%	2.78%
净利润(百万元人民币)	264	241	353	543	635
每股摊薄收益(人民币元)	0.22	0.20	0.30	0.46	0.54
变动(%)	-15.1%	-8.8%	46.8%	53.7%	16.9%
市盈率(倍, @3.78港元)	13.47	14.77	10.06	6.55	3.11
每股派息(人民币)	0.05	0.05	0.06	0.09	0.11
股息现价比(%)	1.69%	1.69%	2.04%	3.13%	6.59%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

创新型农资产品生产、运营商

“风水地”成就优质化肥企业

公司简介

中国心连心化肥有限公司于2006年7月17日在新加坡注册成立，集团总部位于中华人民共和国（「中国」）河南新乡经济开发区。中国心连心于2007年6月在新加坡交易所上市，自2009年12月8日起在香港联合交易所主板挂牌上市，股票代码“1866”，于2014年8月正式从新交所除牌，并全部转于香港联交所交易。

公司主要生产及销售尿素、复合肥、甲醇、液氨及氨溶液。目前拥有尿素年产能210万吨，复合肥年产能110万吨和甲醇年产能30万吨。2014年实现销售收入约人民币50.8亿元，实现总销售约195万吨，创历史新高，在市场情况走弱、行业普遍亏损的情况下，仍然取得人民币2.4亿股东利润回报。

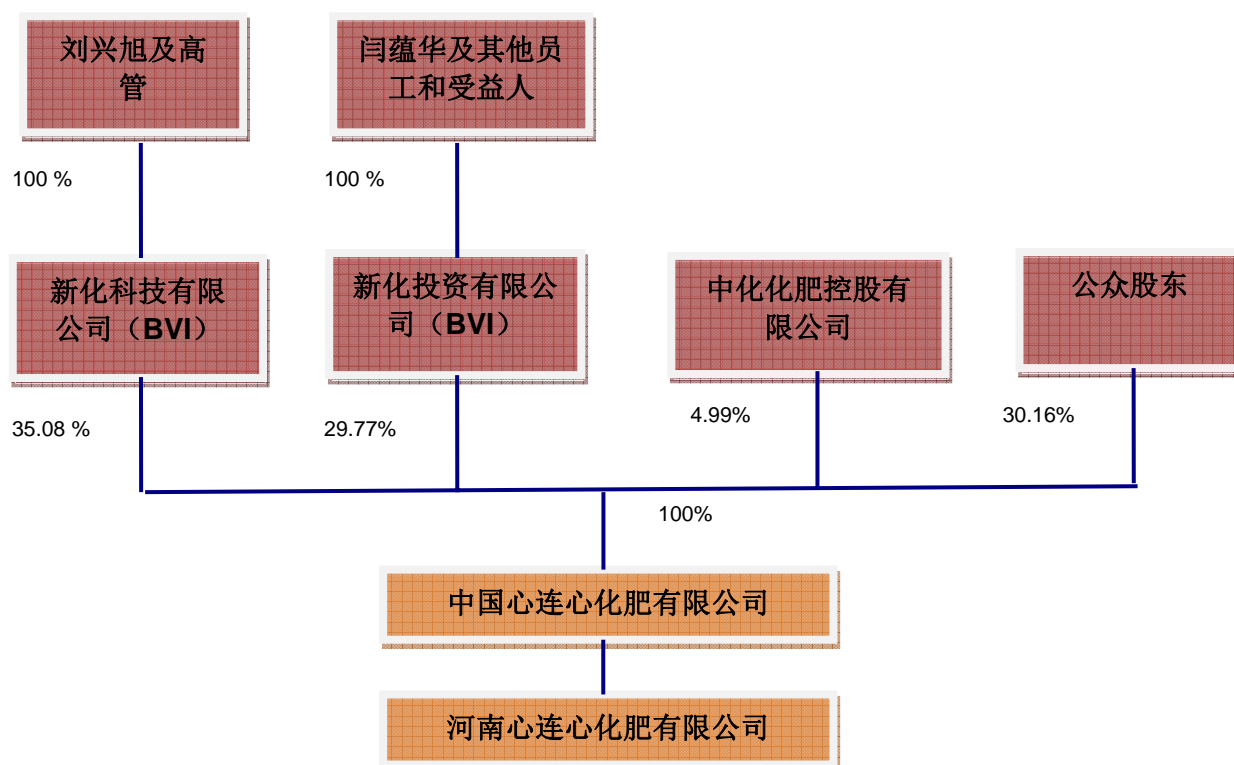
股东结构

公司董事长刘兴旭拥有新华科技42%权益，并根据信托协议为其他7名受益人（以公司管理层为主）持有新化科技余下58%权益，刘董事长合共持有公司3.5亿股，占已发行股份约35%。

公司财务总监闫蕴华女士拥有新华投资约13%，并以信托形式为1,463名受益人持有新化投资87%权益，闫女士合共持有公司3.0亿股，占已发行股份数约30%。

中化化肥作为公司战略股东持有公司约5%股份。

图表 1: 股权结构



资料来源：公司资料，第一上海

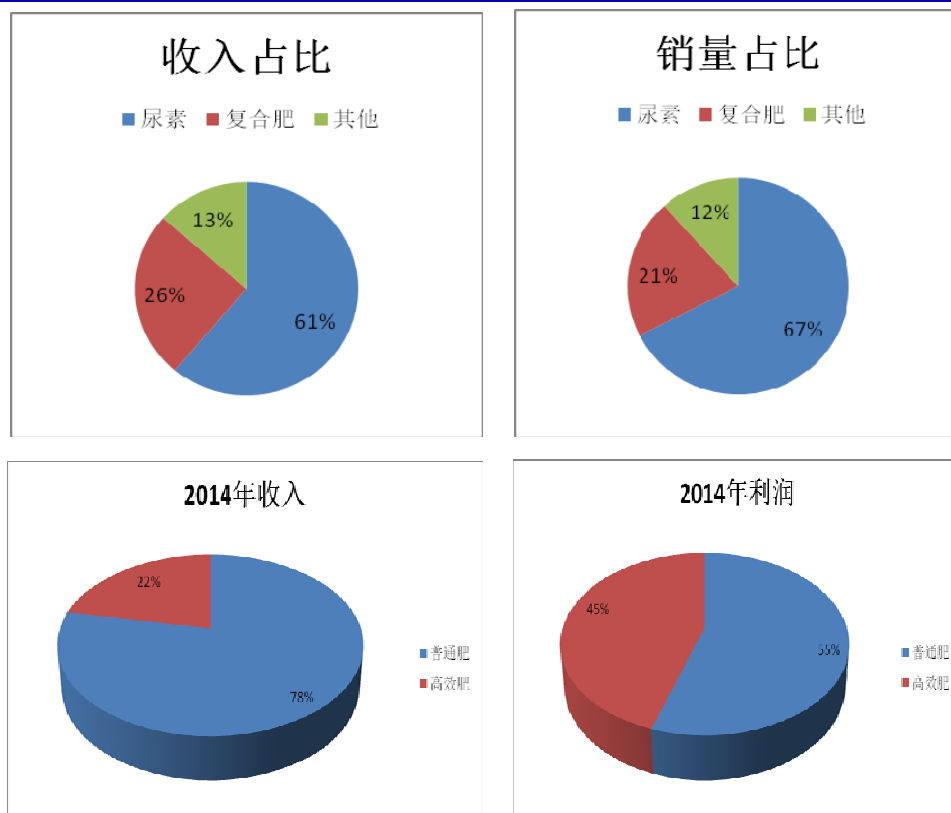
主营业务

公司主要从事煤基尿素、复合肥的生产与销售，以及甲醇业务，生产基地位于河南新乡，拥有 I、II、III 三个工厂，在运营尿素产能约 125 万吨，甲醇产能 30 万吨；IV 厂于 2014 年投产，尿素产能 80 万吨。此外，公司的新疆 V 厂在建，规划尿素产能 50 万吨，6 万吨三聚氰胺（注：三聚氰胺是尿素的下游产品）。

截止到 2014 年，公司尿素、复合肥、甲醇等其他销售收入人民币 25.6 亿、10.7 亿、5.6 亿，分别占比 61.1%、25.5%、13.4%，尿素、复合肥、甲醇销量分别为 196 万吨、61 万吨、34 万吨，分别占比 67.5%、20.9%、11.7%。

高效肥作为公司的亮点，2014 年实现销售收入占比 22%，而利润占比则达到了 45%。

图表 2:2014 年业务构成



资料来源：公司资料，第一上海

顺应时代，创建农资 O2O 服务电商渠道

电商助力传统企业转型 经营理念的转型：

- 1) 以关注客户转变为关注用户；
- 2) 以简单的营销转变为用户提供服务；
- 3) 营销模式：传统的营销模式变更为大数据的挖掘，提供精准有效销售。

农资电商 O2O 服务解决行业痛点，成就心连心：

- 1) 市场缺好货，伪劣农资泛滥；
- 2) 缺少系统农技服务；

- 3) 流通环节多, 层层加价, 导致价格虚高;
- 4) 行业分散, 用户信任低, 缺乏粘性。

公司测土配肥差异化服务与会员大数据结合成就心连心农资电商 O2O 服务。

O2O 商业模式探索

公司创建“心农网”，积极发展农资电商 O2O 服务模式。截止到 2014 年拥有用户 300 个，成交控失尿素 2 万吨，销售输入达到 6000 万人民币。

一、心连心做农资 O2O 电商服务的优势：

- 1) 有能力免费提供测土配肥服务，汇聚大量土壤数据；
- 2) 扁平、高效的供应链体系；
- 3) 具备完整的会员服务体系，做到用户差异化服务。

二、建立自由电商平台：

- 1、化肥产品单价低、体积大、重量沉，运输成本巨大，采用第三方电子商务平台，物流配送难度问题难解决。
- 2、自建平台可以利用现有经销商网络进行物流配送和仓储，将经销商升级为服务商；
- 3、自建平台，缩短实现产品效益最大化。

三、线下服务渠道：

公司计划 2015 年在河南商丘睢县的 6 个乡、12 个村选取合适的村进行试点，摸索出一整套线上线下的运行模式，建立 1 个县级服务中心，12 个村级直营店。

逢天时、享地利、遇人和

天时：农资发展正逢时

土地流转向集约化、规模化趋势发展

根据中研网资料，2009年全国耕地面积为135,384.6千公顷，2012年则变为135,158.5千公顷，2013年全国净减少耕地面积80.2千公顷。

中国幅员辽阔，耕地面积逐年呈现下降趋势，人均耕地面积也极为匮乏，远低于世界平均水平：目前中国人均耕地1.21亩/人，但世界平均水平达到3.04亩/人，远远低于美国7.93亩/人。

中国耕地人均资源不足，充分利用有限的土地资源，优化土地使用是未来农业发展的当务之急，诸多案例说明中国耕地流转正以创新模式向集约化、规模化发展。根据中国县域经济报报道，以下四个案例正是中国农村耕地向集约化、规模化发展模式的缩影：

1、龙头企业带动土地流转模式

2012年以来，云南临沧市临翔区大力发展咖啡产业，以龙头企业凌丰公司为龙头，通过“企业+基地+农户”的模式，租赁农户的土地形成咖啡产业基地，推进农村土地流转。

2011年临翔区家庭承包耕地面积6,384亩，占比2.7%，经过两年时间的流转，2013年该面积达到31,560亩，占比上升至13.3%，总面积增加505.5%。

2、农民以土地入股农业合作社

2012年，江西安义县乌溪村看中经济效益较好的葡萄，投资500万元、占地500亩的葡萄种植园，并组建专业合作社。与乌溪村有15户村民通过土地入股的方式投资葡萄园，入股的土地达到了110亩，以土地、资金入股方式成为股东。

3、土地承包经营权集合信托计划

2013年11月，北京信托在江苏无锡推出第一单土地流转信托——“北京信托-无锡阳山镇桃园村农村土地承包经营权集合信托计划”。

4、多种土地流转模式

专业大户承包模式。即由农业科技示范户、种田能手或者有一定经济实力的农户，通过各种渠道承包农户土地，开展集中连片生产经营。

“一路一带”深藏商机

新疆作为丝绸之路经济带核心区，随着“一带一路”战略的开展，与周边国家相比，在农业、种植业技术方面具有明显优势，区域间农业领域合作的前景可观。

有消息称，“一带一路”重点推进项目中有多个项目涉及新疆农业，其中包括中塔农业示范园区、中哈农业示范园区和中土农业示范园区建设等。新疆农业走出去的发展战略已经有了扎实的基础，新疆与周边国家地区在农业方面也已经在开展密切的合作基础。

根据相关新闻介绍，新疆将举办“全疆十佳优秀经销商”、“十佳优秀组团单位评选”等活动。目前组委会已收到来自自治区农经局，兵团第四师、第六师及各地州农业技术推广中心、种子管理站、协会及学会、农业合作社等13个师、174个团场的参观采购支持文件，以及23个农场、18个专业农资市场、9600家种植大户、

5,783 个农业合作社的组团参观采购文件。

地利：资源和市场两不误

资源丰富

无论是河南成熟基地，新开辟的新疆生产基地，从煤炭资源禀赋而言，公司都是具备长期稳健发展的先天条件，接近煤炭市场或控制煤矿资源，有效控制煤炭稳定供应和保证品质稳定，尤其是维持具有绝对成本优势具有十分重要的战略意义。

市场广阔

河南是我们国家的重要农业基地之一。根据 Wind 数据，截止到 2008 年，河南耕地面积达到 7,926 千公顷，占全国耕地面积比重 6.5%。

根据 Wind 数据，2008 年新疆耕地面积 4,125 千公顷，占比全国耕地面积比重约 3.4%，尽管相对河南较小，但新疆作为“一路一带”战略的核心受益省份，其作用将带领我国农业走出去，成为我国农业发展的窗口城市，发展不可限量。

人和：打造人人有责，人人有份的融和企业

“全员持股”，彰显企业内在价值

根据公司资料，从股权架构而言，公司与一般的生产制造业差异较大，可谓是“全员持股”：

- 1) 由董事长刘先生以信托形式为公司高级管理层代持合计共有公司股份 35.08%，其中刘先生本身占有其中 42%权益；
- 2) 由闫女士以信托形式为公司员工与受益人代持合计公司股份 29.77%，其中闫女士持有其中 13%权益。

管理层和普通员工共同持股，体现出公司齐心协力，共求发展的历史经历和长远发展的决心，为公司做强做大创建出合作共赢的企业文化氛围。

公司竞争优势分析

成本优势明显

规模优势

公司目前是中国最大的单体尿素生产商，拥有新乡 1~4 厂 210 万吨尿素产能，复合肥 110 万吨，在建的新疆 5 厂产能 52 万吨将于 2015 年三季度投产。

先进技术优势

公司拥有最先进的以煤为原料的尿素生产技术，行业仅 18% 产能采用该技术：

- 1) 煤炭成本低：采用烟煤，价格远低于无烟煤价格；
- 2) 耗电量是传统技术的一半；
- 3) 转化率接近 99.5%。

成本优势明显

公司成本优势：

- 1) 公司传统工艺比行业平均水平越低 20%；
- 2) 水煤浆工艺比传统工艺平均成本低 31%。

根据公司资料，主要体现在煤、电两个方面：

- 1) 煤：心连心尿素吨煤耗约（约）615 公斤（而且仍在下降通道中），而行业平均是 800 公斤，而新的水煤浆技术采用的原料煤本身价格更有优势；
- 2) 电：心连心目前尿素吨电耗 740 度，低于行业平均 900 度，而且如上文所述新的水煤浆技术电耗是传统技术的一半。

以下是根据市场情况，对公司两种工艺（固定床工艺、水煤浆工艺）生产尿素成本核算：

- 1) 固定床技术工艺：无烟煤 800 元/吨（单耗 610 公斤），煤末 564 元/吨（单耗 110 公斤），电价 0.458 元/吨（单耗 740 度），加上折旧等其他，每吨尿素生产成本约 1300 元/吨；
- 2) 水煤浆技术工艺：烟煤 530 元/吨（单耗 780 公斤），燃料煤 460 元/吨（单耗 250 公斤），电价 0.458 元/吨（单耗 380 度），加上折旧等其他，每吨尿素生产成本约 1200 元/吨；

注：市场电价 0.57 元/度（取消 1 毛钱电价补贴后），自发电成本约 0.25 元/度，占总体用电量月 35%。

图表 3: 成本优势



资料来源：公司资料

创新产品差异化

推出多种高效肥

目前公司已拥有 10 种高效肥，包括腐殖酸尿素、控失复合肥、高聚能复合肥、高塔复合肥、水触膜控失尿素。

这些新型高效肥的特点一是提高亩产量，二是降低单位施肥成本，三是改良土地质量。

图表 4: 高效肥产品陈列



资料来源：公司资料

盈利预测分析

重要假设

- 1) 新疆新建 52 万吨尿素产能顺利投产，产能增长达到目标；
- 2) 尿素、复合肥平均销售价格基本维持稳定向上；
- 3) 高效肥（尿素、复合肥等）等新产品销售占比提升，价格、毛利率水平维持稳定水平；
- 4) 甲醇的销量稳定水平，价格波动在可预期范围以内波动。
- 5) 随着农资电商 O2O 服务（心农网）推广深入，优化供应链，对整体毛利率水平产生正面影响。

图表 5: 重要假设（15 年以后加上预测）

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销量（千吨）					
尿素	1,223	1,958	2,203	2,501	2,501
复合肥	488	605	717	880	880
甲醇	275	338	339	339	339
三聚氰胺			17	60	60
售价（人民币元，不含税）					
尿素	1,578	1,310	1,496	1,538	1,581
复合肥	1,921	1,767	1,880	1,966	2,051
甲醇	1,871	1,665	1,665	1,665	1,665
三聚氰胺			6,667	6,667	6,667
毛利率					
尿素	18.84%	17.69%	18.62%	20.15%	21.57%
复合肥	22.10%	17.00%	18.00%	20.00%	22.00%
甲醇	10.90%	16.00%	17.00%	18.00%	19.00%
三聚氰胺	21.20%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
三聚氰胺			24.00%	24.00%	24.00%

资料来源：公司资料，第一上海预测

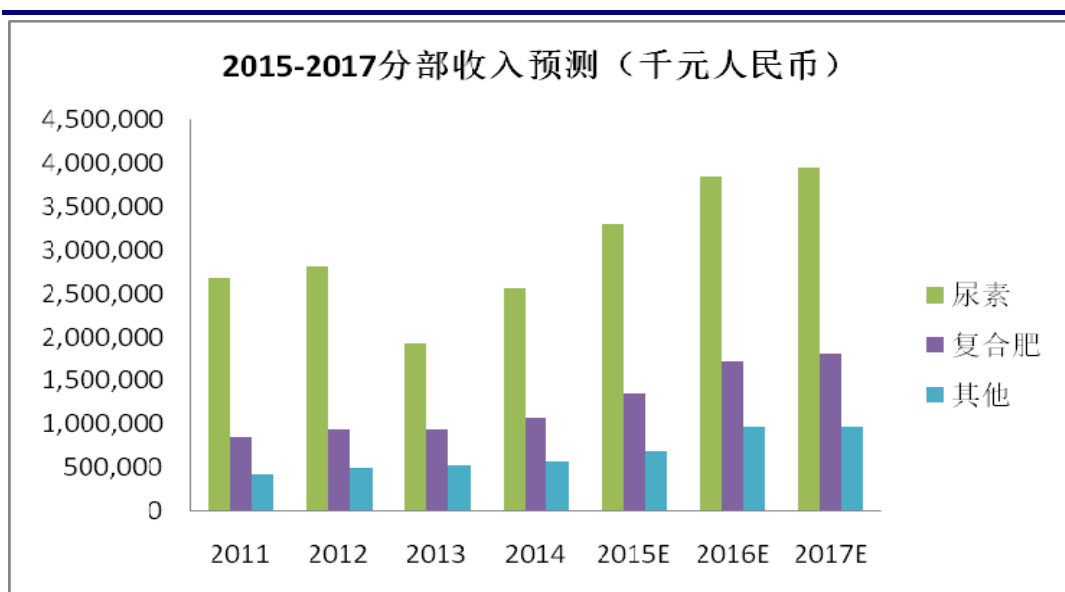
收入与盈利预测

未来三年总收入 CAGR 为 9.8%

根据我们测算，未来三年收入 CAGR 增长 9.8%，到 2015-2017 年三年收入分别达到 53.2 亿、65.4 亿、67.2 亿人民币，其中：

- 1、尿素分部：河南 IV 厂已经于 2014 年投产，新疆 V 厂的产能估计到 2015 年二季度以后能释放，尤其是高效尿素销量的占比提升，尿素业务分部平均售价将有望实现逐步提升，我们估计到 2017 尿素收入人民币 39.5 亿，三年复合增长率 15.5%。
- 2、复合肥分部：由于市场对复合肥需求旺盛，公司高效复合肥的销售占比逐步提升，我们预期复合肥收入到 2017 年将达到 18.1 亿人民币，三年复合增长率 19.1%。
- 3、甲醇、三聚氰胺：我们预期甲醇产量和销售将基本维持平稳；而新疆的新产品三聚氰胺也将与 2015 年开始贡献营收，我们预期到 2017 年这两快收入将达到 9.6 亿人民币。

图表 6: 2015-2017 年分部收入预测



资料来源: 公司资料, 第一上海预测

盈利水平稳步快速上升

河南 IV 厂已于 2014 年投产, 预计新疆 V 厂产能将将在 2015 年三季度投产, 而且当前尿素价格较低, 煤炭成本也同样处于较低位置, 且高效肥、三聚氰胺等高毛利产品销量提升, 将有助于提升整体毛利率水平, 预期公司的毛利率水平未来三年分别 18.6%、20.2%、21.6%。

根据我们预测公司未来三年 (2015-2017) 归属股东利润三年 CAGR 为 38.2%, 分别为 3.6 亿、5.5 亿、6.4 亿人民币。

图表 7: 2015-2017 年盈利水平预测

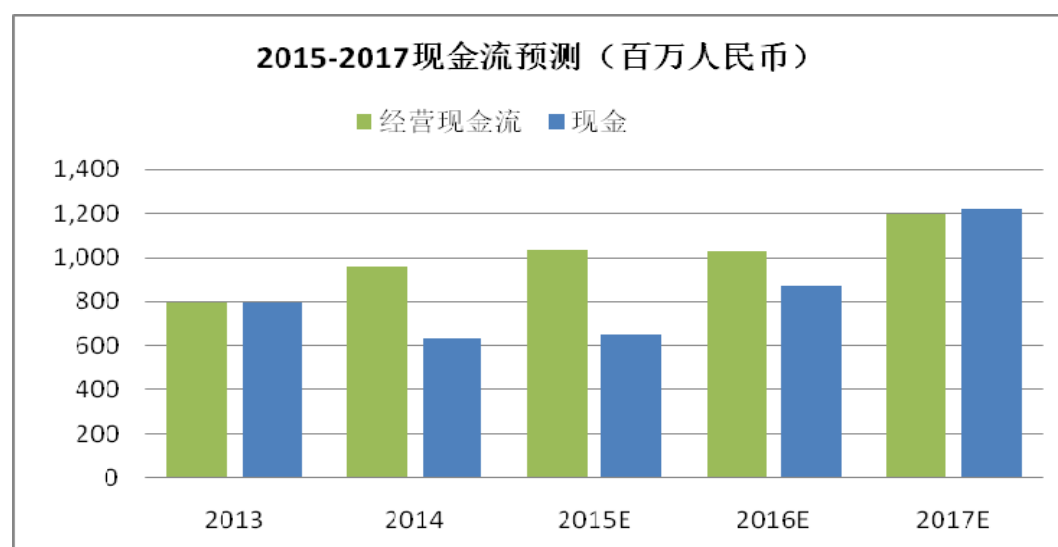
千人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
毛利	747,699	898,764	990,264	1,317,955	1,450,009
毛利率	18.84%	17.69%	18.62%	20.15%	21.57%
归属股东利润	264,052	240,796	353,450	543,320	635,348
净利率	6.65%	4.74%	6.64%	8.31%	9.45%
ROE	10.51%	9.00%	12.09%	16.01%	16.22%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

经营性现金流逐年改善，财务稳健保障正常经营

- 1) 经营性现金流逐年改善：随着公司规模逐渐扩大，公司盈利规模逐年扩大，经营性现金流入越发增长。2012-2014 年公司经营性现金流入分别为人民币 6.65 亿、7.93 亿、9.56 亿。我们预期未来公司经营性现金流将继续提升得到改善。
- 2) 财务稳健保障：到 2014 年底，公司在手现金达到 6.33 亿人民币，由于河南 IV 厂和新疆五厂产能投建，过去两年资本开支较大，负债率大幅上升，流动比率下降至 0.77，尽管负债率较高（净负债比率 235%），但利息保障倍数 2.31 倍，而且未来几年将是公司开始回收投资的年份，但仍可控。

图表 8: 2015-2017 年财务状况预测



	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动比率	1.02	0.77	0.68	0.76	0.87
利息保障倍数	4.28	2.31	3.15	4.16	4.55
净负债比率	159%	235%	242%	213%	186%

资料来源：公司资料，第一上海预测

目标价：5.64港元，买入评级

目标价5.64港元，对应2015年15倍PE，首次评级买入

公司占尽“地利”、“人和”，在竞争方面彰显其竞争优势，静待行业“天时”到来，预计15、16年EPS分别为人民币0.30元、0.46元。考虑公司在行业中竞争优势明显，新产品和新的营销模式的创建，对公司未来竞争力有进一步提升作用，且未来增速较高，我们给予目标价5.64港元，对应2015年15倍PE，略高于行业平均水平，较现价有49.08%的上升空间，首次评级买入。

图表 9:同类公司估值比较

公司	代码	货币	股价		市盈率		市净率		
			2015/5/17	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
中化化肥	297.HK	HKD	1.98	49.5	19.8	14.1	0.8	0.8	0.8
中海石油化学	3983.HK	HKD	3.28	109.3	10.3	9.1	0.9	0.8	0.8
东岳集团	189.HK	HKD	3.01	10.4	5.9	4.9	0.9	0.7	0.7
阜丰集团	546.HK	HKD	5.78	15.2	9.5	8.4	1.8	1.6	1.4
中位数				32.4	9.9	8.7	0.9	0.8	0.8
加拿大钾肥	POT.US	USD	32.96	18.0	17.3	15.1	3.1	3.0	2.8
美盛	MOS.US	USD	46.62	17.3	14.0	12.8	1.6	1.5	1.4
中位数				17.67	15.65	13.95	2.36	2.27	2.12
中国心连心	1866.HK	HKD	3.78	14.8	10.1	6.5	1.1	1.0	0.8

资料来源：彭博，第一上海

风险因素

产品价格下跌	国内尿素供应过剩，竞争激烈，价格难免有下跌风险
项目进度	项目建设过程在存在不确定因素，如果未能够如预期投产，将影响公司未来收入与盈利水平增长
运营风险	工厂运营过程中存在不抗拒的事故风险与环保问题
财务风险	公司目前负债率较高，存在债务违约的风险

主要财务报表

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
收入	3,968.9	5,081.7	5,319.6	6,541.7	6,723.8
毛利	747.7	898.8	990.3	1,318.0	1,450.0
其他收入	26.3	56.3	45.0	47.2	49.7
销售及管理费用	(358.2)	(440.7)	(388.3)	(477.5)	(490.8)
其他开支	(9.1)	(11.0)	(11.5)	(12.1)	(12.7)
营业利润	406.7	503.3	635.4	875.5	996.2
财务费用	(95.1)	(218.0)	(201.9)	(210.4)	(218.9)
税前盈利	311.6	285.3	433.5	665.0	777.3
所得税	(52.2)	(48.6)	(78.0)	(119.7)	(139.9)
净利润	(4.7)	(4.1)	2.0	2.0	2.0
折旧及摊销	254.7	232.7	357.5	547.3	639.3
EBITDA	183.5	324.4	345.9	378.1	378.1
EBITDA	590.2	827.7	981.3	1,253.6	1,374.3
增长					
总收入 (%)	0.6%	28.0%	4.7%	23.0%	2.8%
EBITDA (%)	-6.8%	40.3%	18.6%	27.7%	9.6%
每股收益 (%)	-15.1%	-8.8%	46.8%	53.7%	16.9%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
现金	797.8	633.4	652.8	872.5	1,217.2
应收账款	9.6	36.4	36.5	53.1	75.8
存货	261.4	340.6	371.0	373.2	378.2
其他流动资产	575.5	1,126.5	1,153.6	1,343.0	1,528.7
总流动资产	1,644.2	2,136.9	2,214.0	2,641.8	3,199.9
固定资产	4,735.4	6,907.3	7,907.3	8,307.3	8,707.3
矿权	41.2	39.6	41.2	41.2	41.2
其他固定资产	882.0	504.7	481.8	490.9	475.3
总资产	7,302.9	9,588.5	10,644.2	11,481.1	12,423.6
短期负债					
应付帐款	88.2	95.6	212.8	159.3	245.3
短期银行贷款	135.0	429.4	617.7	643.7	669.7
其他短期负债	1,394.4	2,258.2	2,432.9	2,650.5	2,781.1
总短期负债	1,617.6	2,783.2	3,263.4	3,453.5	3,696.1
长期银行贷款	2,837.8	3,595.1	4,133.8	4,307.8	4,481.8
其他负债	333.6	536.7	323.6	323.6	323.6
总负债	4,789.0	6,915.0	7,720.8	8,084.9	8,501.5
少数股东权益	2.6	(1.5)	0.5	2.5	4.5
股东权益	2,511.3	2,675.0	2,922.9	3,393.7	3,917.7
每股账面值(元)	2.14	2.27	2.49	2.89	3.33
营运资金	26.7	(646.3)	(1,049.4)	(811.7)	(496.2)

资料来源：公司资料，第一上海预测

财务分析

	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	18.8%	17.7%	18.6%	20.1%	21.6%
EBITDA 利率 (%)	14.9%	16.3%	18.4%	19.2%	20.4%
净利率 (%)	6.4%	4.6%	6.7%	8.4%	9.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	9.0%	8.7%	7.3%	7.3%	7.3%
实际税率 (%)	16.8%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%
股息支付率 (%)	24.7%	25.8%	20.3%	20.4%	20.4%
库存周转	29.6	29.7	31.3	26.1	26.2
应付账款天数	10.0	8.3	17.9	11.1	17.0
应收账款天数	0.9	2.6	2.5	3.0	4.1
财务状况					
净负债/股本	1.9	2.6	2.6	2.4	2.2
收入/总资产	0.54	0.53	0.50	0.57	0.54
总资产/股本	2.91	3.58	3.64	3.38	3.17
盈利对利息倍数	4.3	2.3	3.1	4.2	4.6

现金流量表

人民币百万元，财务年度

	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
经营活动					
营运资金变动前	595.8	818.7	978.1	1,248.7	1,367.4
营运资金变化	249.4	186.2	136.0	(101.8)	(32.8)
所得税	(52.2)	(48.6)	(78.0)	(119.7)	(139.9)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运现金流	793.0	956.4	1036.1	1027.2	1194.7
投资					
资本开支	(1,630.5)	(1,655.1)	(1,345.9)	(778.1)	(778.1)
其他投资活动	(136.1)	(342.8)	(98.3)	(118.0)	(141.6)
投资活动现金流	(1,766.6)	(1,997.9)	(1,444.2)	(896.1)	(919.7)
融资活动					
负债变化	1356.7	937.1	500.0	200.0	200.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(63.0)	(60.0)	(72.5)	(111.4)	(130.2)
其他融资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	1293.7	877.1	427.5	88.6	69.8
现金变化	320.2	(164.4)	19.4	219.7	344.7
期初持有现金	477.6	797.8	633.4	652.8	872.5
期末持有现金	797.8	633.4	652.8	872.5	1,217.2

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告期内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。