

仪征化纤股份 - H [1033.HK]

下调指引反映盈利存在下跌风险；近日股价回升无不合理；重申沽出

于分析师会议中，管理层对于今年的经营前景仍抱持保守看法。而我们亦维持对公司的谨慎立场（重组后公司为中石化石油工程技术服务有限公司（SSC）），因为今年的工作量下降意味着公司将更难降低成本。我们将2015/2016年盈利预测下调23%/9%。由于SSC的盈利敏感性较高，而且行业正处于下行周期，我们将估值方法从市盈率（2015年市盈率6.7倍）转换至市净率（2015年市净率为0.85倍；接近同业水平）。重申沽出评级，新目标价为2.07港元（此前为1.97港元）。我们认为，其股价近日由仪征A股上涨推动的升势是并不合理。

- 2014年盈利符合预期，但受助于政府补贴。** 仪征化纤股份2014年实现净利润24.17亿元人民币，符合SSC的目标和我们的预期，然而公司业绩主要受助于其他收入同比增长21%（其他收入为5.51亿元人民币），而政府补贴占其他收入的79%（政府补贴达到4.37亿元人民币，同比增长9%）。另一方面，公司的核心业务疲弱，收入同比下滑12%至790亿元人民币，较预期低3%（或27亿元）。
- 公司下调今年的工作量目标指引。** 中石化[0386 HK;未评级] 2014年的勘探及开采资本支出同比下降24%，较最初的目标低9%。在2015年，中石化预期资本支出将同比减少15%。SSC因此下调了主要业务的工作量指引（同比下降25%-30%）。这可能会使收入有较大跌幅，因为合同价格亦可能受压。
- 涪陵页岩气项目的钻探工作量有机会放缓。** 涪陵项目2014年的收入达到80亿元人民币，占SSC总收入的10%。据中石化表示，该项目的总投资额将达到210亿元人民币，2014年共投资120亿元人民币，余下90亿元人民币将在今年投入。预期今年于涪陵的钻井数目为117口，较SSC原定的135口为少。由于SSC去年完井110口，这代表今年的新钻井数目增长有限。
- 上行风险：**（1）石油和天然气价格大幅反弹；（2）取得的订单比预期多；（3）公司在成本监控和提高效率方面均优于预期

主要财务指标(百万人民币)	2013	2014	2015E	2016E
收入	89,729	78,993	61,942	63,762
变动(同比)	-	-12.0%	-21.6%	2.9%
EBIT	2,744	3,729	3,662	4,062
变动(同比)	-	35.9%	-1.8%	10.9%
核心净利润	1,465	2,417	2,310	2,848
变动(同比)	-	65.0%	-4.4%	23.3%
每股核心盈利	-	0.238	0.206	0.250
变动(同比)	-	-	-13.4%	21.3%
净资产收益率	-	10%	10%	10%
净债务/净资产	49%	61%	19%	Net cash
市盈率(核心盈利)	-	12.5	14.5	11.9
股息收益率	-	0.0%	0.0%	0.0%
市净率(倍)	-	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA(倍)	-	5.6	5.5	5.2

来源:公司, 中国银河国际研究部预测

油田服务行业

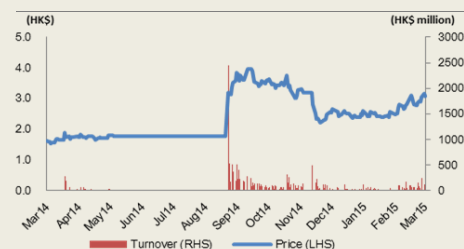
沽出

(不变)

收盘价: 2.98港元 (2015年3月25日)

目标价: 2.07港元 (-31%)

股价表现



市值	54.03亿美元
已发行股数	141.43亿股
核数师	Grant Thornton
自由流通量	34%
52周交易区间	1.51-4.11港元
三个月日均成交量	1,270万美元
主要股东	中国石油化工集团公司 (65.2%)

冯键嵘, CFA — 分析员

(852) 3698-6319

waynefung@chinastock.com.hk

何霜霖—研究助理

王志文, CFA—研究部主管

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本价值的 1%；

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；(3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

买入 : 股价于12个月内将上升 >20%

沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%

持有 : 没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书而批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中 183 号新纪元广场中远大厦 35 楼 3501-07 室 电话: 3698-6888