



股票代码	601898.CH	1898.HK
评级	买入	买入
原评级	持有	买入
收盘价	人民币 5.93	港币 4.05
目标价	人民币 6.65	港币 5.37
原目标价	人民币 6.47	港币 5.27
上/下浮比例	+12%	+33%
目标价格基础	1倍2017年市净率	0.7倍2017年市净率
板块评级	中立	增持

中煤能源

H股盈利高于预期，上调A股评级

中煤能源在中国会计准则下的盈利符合预期，国际会计准则下的盈利比我们的预测高 15%，主要由于煤炭板块收入高于预期以及财务成本低于预期。我们将国际会计准则下 2017-18 年盈利预测上调 6-15%，将中国会计准则下盈利预测上调 3-8%。由于公司盈利前景改善，我们重申对公司 H 股的买入评级，将 A 股评级上调至买入。

支撑评级的要点

- 我们预计 2017 年秦皇岛主要动力煤价格将同比增长 17%，因此公司在国际会计准则下的净利润将同比增长 1.7 倍。公司于 2016 年处置了大量亏损的焦化业务，因此公司业绩不会再被拖累。预计年产 50 万吨的蒙大煤制烯烃项目和持股 38.75% 的中天合创能源一期项目将会为公司贡献半年业绩。
- 三个之前未获政府批准新矿的产能置换计划已经被国家发改委批准，目前正等待最后审批。这将为总产能达 2,900 万吨/年的新煤矿提供积极条件，最早将在 2018 年投产。
- 我们目前的盈利预测依然有上行空间。动力煤价格目前高于我们的预测。我们还未将一个全新的 2 x 660MW 的发电厂的贡献考虑在内，此发电厂最早将在 2018 年开始供电。

评级面临的主要风险

- 煤炭价格大幅下降
- 煤化工产品利润率低于预期

估值

- 我们将 H 股目标价由 5.27 港币上调至 5.37 港币。目标估值对应 0.7 倍当期市净率。
- A 股方面，将目标价由 6.47 人民币上调至 6.65 人民币。估值保持在 1 倍当期市净率。

投资摘要—A 股

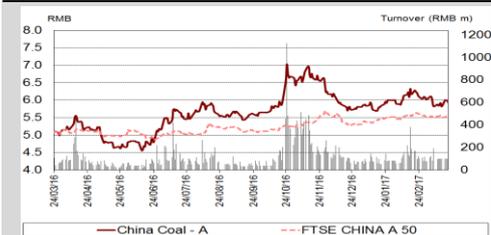
年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	59,271	60,632	70,353	71,267	71,643
变动(%)	(16)	2	16	1	1
净利润(人民币 百万)	(2,520)	2,027	4,508	4,727	5,398
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.190)	0.153	0.340	0.356	0.407
变动(%)	(428.7)	NM	122.5	4.8	14.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.165	0.156	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.314	0.345	-
调整幅度(%)	-	-	8.2	3.2	N/A
核心每股收益(人民币)	(0.190)	0.077	0.340	0.356	0.407
变动(%)	(428.7)	(140.5)	342.1	4.8	14.2
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	38.8	17.4	16.6	14.6
核心市盈率(倍)	N/M	77.1	17.4	16.6	14.6
每股现金流量(人民币)	0.56	0.99	1.05	0.94	1.19
价格/每股现金流量(倍)	10.6	6.0	5.7	6.3	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.8	12.2	9.1	8.7	8.0
每股股息(人民币)	0.000	0.039	0.111	0.116	0.132
股息率(%)	0.0	0.7	1.9	2.0	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

支撑

- 预计 2017 年国际会计准则下盈利同比增长 1.7 倍，得益于煤价上涨以及新项目的贡献
- 公司在产能替换方面已经取得进展。这将使得之前没得到批准的三个煤矿最快在 2018 年投产
- 将国际会计准则下 2017-18 年盈利预测上调 6-15%。维持买入评级

股价表现—A 股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.1	(3.6)	3.5	13.4
相对新华富时 A50 指数	(1.7)	(1.8)	(0.7)	6.0

发行股数(百万)	13,259
流通股(%)	8
流通股市值(人民币 百万)	78,624
3个月日均交易额(人民币 百万)	104
净负债比率(%) (2017E)	73
主要股东(%)	
中煤能源集团公司	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2017 年 3 月 23 日收市价为标准

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: 煤炭

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

本研究报告是《China Coal – H-share earnings beat, upgrade A shares》的中文译本, 英文原稿已于 2017 年 3 月 24 日出版

股价表现—H股


	今年	1	3	12
(%)	至今	个月	个月	个月
绝对	10.1	(5.4)	14.4	21.6
相对恒生中国企业指数	(1.4)	(5.1)	0.2	2.9
发行股数(百万)				13,259
流通股(%)				31
流通股市值(港币 百万)				53,698
3个月日均交易额(港币 百万)				45
净负债比率(%) (2017E)				73
主要股东(%)				
中煤能源集团公司				56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2017年3月23日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	59,271	60,632	70,353	71,267	71,643
变动(%)	(16)	2	16	1	1
净利润(人民币 百万)	(3,267)	1,742	4,663	4,868	5,578
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.246)	0.131	0.352	0.367	0.421
变动(%)	(2,415.3)	NM	167.7	4.4	14.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.248	0.263	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.307	0.347	-
调整幅度(%)	-	-	14.5	5.8	N/A
核心每股收益(人民币)	(0.246)	0.055	0.352	0.367	0.421
变动(%)	(2,415.3)	(122.5)	534.5	4.4	14.6
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	27.3	10.2	9.8	8.5
核心市盈率(倍)	N/M	64.7	10.2	9.8	8.5
每股现金流量(人民币)	1.04	1.34	1.54	1.42	1.41
价格/每股现金流量(倍)	3.4	2.7	2.3	2.5	2.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.6	10.0	6.6	6.3	5.8
每股股息(人民币)	0.000	0.039	0.111	0.116	0.132
股息率(%)	0.0	1.1	3.1	3.2	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

H股盈利高于预期

中煤能源2016年国际会计准则下的盈利达到17.15亿元人民币, 高于我们的预测值15%, 相较2015年32.67亿元净亏损大幅改善。实际值与预测值的差异主要来自煤炭业务盈利高于预期以及利息费用低于预期。

在中国会计准则下, 净利润达到20.27亿元人民币, 符合公司指引范围18-22亿元人民币。相较2015年25.2亿元人民币的净亏损同样大幅改善。

业绩大幅提高主要由于煤炭板块大幅复苏, 2016年贡献经营利润40.7亿元人民币, 去年则产生高达21.85亿元人民币净亏损(均在国际会计准则下)。煤炭业务毛利率由2015年的0.3%大幅升至2016年的14.4%。自产煤方面, 实现价格同比增长19%至350人民币/吨, 且单位销售成本同比下降8.8%至271.96人民币/吨, 因此自产煤销量下降17%的影响已被完全抵消。此外, 公司处置产生亏损或盈利性不佳的资产(主要是焦化业务)也获得10亿元人民币的一次性收益。

2017年仍将保持强劲增长

预计2017年公司在国际会计准则下的盈利同比增长1.7倍, 实现价格将同比增长23%, 公司指引预测销售量将持平。公司的两个煤化工项目——年产量50万吨的蒙大煤制烯烃项目和持股38.75%的中天合创能源一期项目(两个煤矿总产能2,500万吨/年, 甲醇产能360万吨/年)目前已在试运营, 预计将在2017年贡献半年业绩。而被处置的焦化业务也不会再拖累公司的业绩。

盈利预测及评级调整

我们将国际会计准则下2017-18年盈利预测上调6-15%, 将中国会计准则下经资产负债表日后调整的盈利预测上调3-8%。我们重申对H股的**买入**评级, 将A股评级由持有上调至**买入**, 因为我们已预见到足够的上行空间。

图表 1. 业绩摘要 (H股)

年结日: 12月31日 (人民币, 百万)	2015	2016	同比%
收入	59,271	60,632	2
销售成本	(55,167)	(50,739)	(8)
毛利润	4,104	9,892	141
销售、一般及管理费用	(4,400)	(4,750)	8
其他收入	56	13	(76)
其他净收益	283	980	246
经营利润	43	6,136	14,097
净财务成本	(3,981)	(3,743)	(6)
联营公司	362	608	68
税后利润	(3,576)	3,001	na
税收	748	(299)	na
税后利润	(2,828)	2,703	na
少数股东权益	(439)	(987)	125
净利润	(3,267)	1,715	na
每股收益(人民币)	(0.25)	0.13	na
每股股息(人民币)	-	0.039	nm

资料来源: 公司数据

图表 2. 经营利润分拆 (H股)

年结日: 12月31日 (人民币, 百万)	2015	2016	同比%
煤炭	(2,185)	4,070	na
煤化工	2,457	2,126	(13)
煤炭开采设备	121	117	(4)
其他	(35)	171	na
未分配	(316)	(348)	10
总计	43	6,136	14,097

资料来源: 公司数据

图表 3. 业绩摘要 (A股)

年结日: 12月31日 (人民币, 百万)	2015	2016	同比%
收入	59,271	60,632	2
销售成本	(40,696)	(40,321)	(1)
销售税及附加	(1,493)	(1,900)	27
毛利润	17,083	18,411	8
销售费用	(12,297)	(8,761)	(29)
管理费用	(3,688)	(3,517)	(5)
净财务费用	(3,981)	(3,743)	(6)
减值损失	(324)	(600)	85
联营及合营公司	359	611	70
其他投资收入	86	1,031	1,105
经营利润	(2,762)	3,432	na
营业外收入	355	199	(44)
营业外费用	(117)	(260)	122
税前利润	(2,525)	3,371	na
税费	461	(439)	na
税后利润	(2,064)	2,932	na
少数股东权益	(456)	(905)	99
净利润	(2,520)	2,027	na
每股收益(人民币)	(0.190)	0.150	na
每股股息(人民币)	-	0.039	nm

资料来源: 公司数据

图表 4. 经营数据

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2015	2016	同比%
煤炭			
商品煤产量(百万吨)	95.47	80.99	(15)
销量(百万吨)			
自产煤			
国内销售			
动力煤	88.31	70.54	(20)
焦煤	8.92	9.72	9
出口量			
动力煤	0.31	0.41	32
自产煤总量	97.54	80.67	(17)
煤炭贸易	36.09	48.2	34
进出口相关服务	4.09	3.48	(15)
平均售价(人民币/吨)			
自产煤			
国内销售			
动力煤	281	329	17
焦煤	421	502	19
出口销售			
动力煤	435	419	(4)
自产煤平均	294	350	19
煤炭贸易	315	333	6
进出口处理费	3	5	67
自产煤生产成本(人民币/吨)	191.9	184.3	(4)
自产煤运输成本(人民币/吨)	106.2	87.6	(18)
甲醇			
销量(百万吨)	0.80	0.40	(50)
售价(人民币/吨)	1,432	1,496	4
尿素			
销量(百万吨)	1.75	1.98	13
售价(人民币/吨)	1,637	1,132	(31)
聚乙烯			
销量(百万吨)	0.35	0.36	1
售价(人民币/吨)	7,771	7,641	(2)
聚丙烯			
销量(百万吨)	0.32	0.35	9
售价(人民币/吨)	6,751	6,327	(6)

资料来源: 公司数据

图表 5. 分布经营利润预测 (H股)

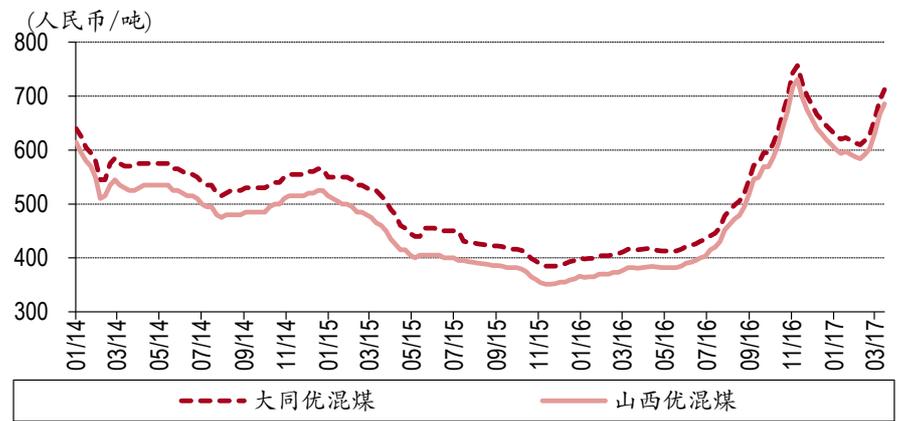
年结日 12月31日 (人民币 百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
煤炭	(2,185)	4,070	9,189	8,269	8,320
煤化工及焦煤	2,457	2,138	2,026	2,317	2,546
器械	121	117	(41)	(41)	(41)
其他	(35)	171	114	114	113
总部及其他	(316)	(333)	(84)	(84)	(84)
总计	43	6,163	11,204	10,576	10,855

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 6. 主要预测变动

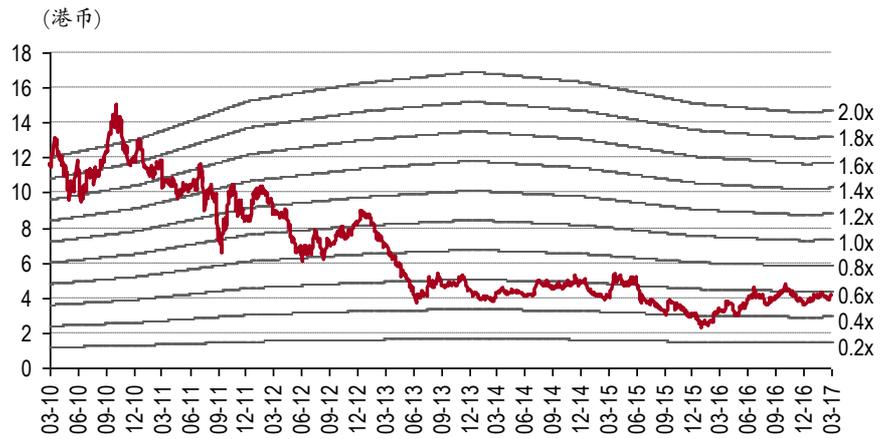
年结日: 12月31日	旧预测		新预测		
	2017E	2018E	2017E	2018E	2019E
销量(百万吨)					
自产煤					
国内销售					
动力煤	70.1	70.1	69.5	69.5	69.5
焦煤	9.2	11.0	9.7	11.5	11.5
出口销售					
动力煤	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
自产煤总计	79.7	81.5	79.6	81.4	81.4
煤炭贸易	49.2	49.2	48.2	48.2	48.2
平均售价(人民币/吨)					
自产煤					
国内销售					
动力煤	380	370	384	373	373
焦煤	655	568	745	646	646
出口销售					
动力煤	513	499	489	476	476
自产煤平均	412	397	429	413	413
煤炭贸易	388	378	389	378	378
自产煤成本(人民币/吨)					
单位生产成本	210	206	217	215	214
单位运输成本	96	96	88	88	88

资料来源: 中银国际研究预测

图表 7. 秦皇岛动力煤价格


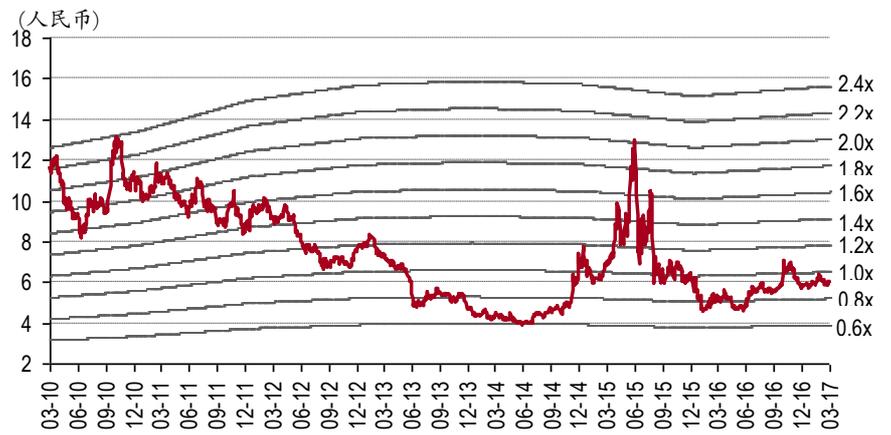
资料来源: 中国煤炭资源网

图表 8. 市净率曲线图 (H股)



资料来源：中银国际研究

图表 9. 市净率曲线图 (A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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	59,271	60,632	70,353	71,267	71,643
销售成本	(40,696)	(40,321)	(44,120)	(45,378)	(45,339)
经营费用	(10,736)	(7,869)	(9,332)	(9,213)	(9,383)
息税折旧前利润	1,098	6,132	10,165	9,569	9,814
折旧及摊销	(6,742)	(6,309)	(6,735)	(7,106)	(7,106)
经营利润 (息税前利润)	7,840	12,442	16,901	16,675	16,920
净利息收入/(费用)	(3,961)	(3,743)	(3,821)	(3,701)	(3,389)
其他收益/(损失)	338	981	1,985	2,281	2,620
税前利润	(2,525)	3,371	8,330	8,149	9,045
所得税	461	(439)	(2,083)	(2,037)	(2,261)
少数股东权益	(456)	(905)	(1,739)	(1,385)	(1,385)
净利润	(2,520)	2,027	4,508	4,727	5,398
核心净利润	(2,520)	1,020	4,508	4,727	5,398
每股收益(人民币)	(0.190)	0.153	0.340	0.356	0.407
核心每股收益(人民币)	(0.190)	0.077	0.340	0.356	0.407
每股股息(人民币)	0.000	0.039	0.111	0.116	0.132
收入增长(%)	(16)	2	16	1	1
息税前利润增长(%)	(68)	458	66	(6)	3
息税折旧前利润增长(%)	(8)	59	36	(1)	1
每股收益增长(%)	(429)	(180)	122	5	14
核心每股收益增长(%)	(429)	(140)	342	5	14

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	(2,525)	3,371	8,330	8,149	9,045
折旧与摊销	6,742	6,309	6,735	7,106	7,106
净利息费用	3,961	3,743	3,821	3,701	3,389
运营资本变动	674	(313)	119	619	3,354
税金	(837)	0	(299)	(2,134)	(2,085)
其他经营现金流	(593)	(12)	(4,841)	(5,022)	(5,056)
经营活动产生的现金流	7,422	13,099	13,866	12,420	15,754
购买固定资产净值	(11,479)	(9,081)	(15,210)	(4,500)	(4,500)
投资减少/增加	(2,095)	1,501	0	0	0
其他投资现金流	(148)	2,527	0	0	0
投资活动产生的现金流	(13,721)	(5,053)	(15,210)	(4,500)	(4,500)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	17,802	(17,315)	297	(7,207)	(8,207)
支付股息	(6,151)	(6,143)	(517)	(1,477)	(1,540)
其他融资现金流	362	(1,524)	1,748	1,749	(1,323)
融资活动产生的现金流	12,013	(24,982)	1,528	(6,935)	(11,070)
现金变动	5,714	(16,936)	183	985	184
期初现金	26,482	32,198	15,268	15,451	16,436
公司自由现金流	(6,299)	8,046	(1,344)	7,920	11,254
权益自由现金流	4,986	(14,792)	(5,918)	(4,005)	(1,273)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	32,198	15,268	15,451	16,436	16,620
应收帐款	9,680	7,659	9,120	9,203	7,881
库存	6,825	7,391	7,889	8,095	8,089
其他流动资产	13,316	14,223	15,144	11,840	11,840
流动资产总计	62,019	44,541	47,604	45,575	44,430
固定资产	127,521	127,212	137,016	134,797	132,578
无形资产	39,096	40,162	39,972	39,782	39,592
其他长期资产	28,344	29,934	24,916	26,999	29,421
长期资产总计	194,961	197,307	201,903	201,578	201,591
总资产	256,980	241,849	249,507	247,153	246,020
应付帐款	19,039	18,114	19,821	20,386	20,368
短期债务	30,650	22,735	29,703	37,207	43,207
其他流动负债	17,957	20,567	20,938	21,542	24,600
流动负债总计	67,647	61,416	70,462	79,135	88,175
长期借款	80,376	69,397	64,073	49,363	35,156
其他长期负债	8,940	9,075	9,075	9,075	9,075
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
储备	70,226	72,661	74,858	77,156	79,804
股东权益	83,484	85,920	88,117	90,414	93,063
少数股东权益	16,533	16,041	17,780	19,166	20,551
总负债及权益	256,980	241,849	249,507	247,153	246,020
每股帐面价值(人民币)	6.30	6.48	6.65	6.82	7.02
每股有形资产(人民币)	3.35	3.45	3.63	3.82	4.03
每股净负债/(现金)(人民币)	5.95	5.80	5.91	5.29	4.66

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.2	20.5	24.0	23.4	23.6
息税前利润率(%)	1.9	10.1	14.4	13.4	13.7
税前利润率(%)	(4.3)	5.6	11.8	11.4	12.6
净利率(%)	(4.3)	3.3	6.4	6.6	7.5
流动性					
流动比率(倍)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
利息覆盖率(倍)	0.2	1.4	2.4	2.3	2.6
净权益负债率(%)	78.8	75.4	74.0	64.0	54.3
速动比率(倍)	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4
估值					
市盈率(倍)	N/M	38.8	17.4	16.6	14.6
核心业务市盈率(倍)	N/M	77.1	17.4	16.6	14.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	N/M	86.5	19.6	18.7	16.3
市净率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	10.6	6.0	5.7	6.3	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.8	12.2	9.1	8.7	8.0
周转率					
存货周转天数	69.3	64.3	63.2	64.3	65.1
应收帐款周转天数	55.1	52.2	43.5	46.9	43.5
应付帐款周转天数	122.2	111.8	98.4	103.0	103.8
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	25.5	32.8	32.6	32.5
净资产收益率(%)	(3.0)	2.4	5.2	5.3	5.9
资产收益率(%)	0.4	2.1	3.1	2.9	3.0
已运用资本收益率(%)	1.0	3.3	5.4	5.0	5.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表-H股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	59,271	60,632	70,353	71,267	71,643
销售成本	(55,167)	(50,739)	(54,156)	(55,576)	(55,531)
经营费用	2,636	3,028	3,253	3,568	3,427
息税折旧前利润	(297)	5,142	11,204	10,576	10,855
折旧及摊销	(7,036)	(7,778)	(8,246)	(8,683)	(8,683)
经营利润(息税前利润)	6,739	12,920	19,450	19,259	19,539
净利息收入(费用)	(3,961)	(3,743)	(3,423)	(3,289)	(2,961)
其他收益/(损失)	682	1,628	755	1,051	1,390
税前利润	(3,576)	3,028	8,537	8,338	9,284
所得税	748	(299)	(2,134)	(2,085)	(2,321)
少数股东权益	(439)	(987)	(1,739)	(1,385)	(1,385)
净利润	(3,267)	1,742	4,663	4,868	5,578
核心净利润	(3,267)	735	4,663	4,868	5,578
每股收益(人民币)	(0.246)	0.131	0.352	0.367	0.421
核心每股收益(人民币)	(0.246)	0.055	0.352	0.367	0.421
每股股息(人民币)	0.000	0.039	0.111	0.116	0.132
收入增长(%)	(16)	2	16	1	1
息税前利润增长(%)	(113)	(1,834)	118	(6)	3
息税折旧前利润增长(%)	(13)	92	51	(1)	1
每股收益增长(%)	(2,415)	(153)	168	4	15
核心每股收益增长(%)	(2,415)	(122)	535	4	15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-H股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	(3,576)	3,028	8,537	8,338	9,284
折旧与摊销	7,036	7,778	8,246	8,683	8,683
净利息费用	3,961	3,743	3,423	3,289	2,961
运营资本变动	404	2,268	(149)	333	(62)
税金	(837)	0	(299)	(2,134)	(2,085)
其他经营现金流	6,865	992	692	378	(32)
经营活动产生的现金流	13,853	17,807	20,450	18,887	18,751
购买固定资产净值	(11,479)	(10,017)	(15,210)	(4,500)	(4,500)
投资减少/增加	(1,870)	397	34	0	0
其他投资现金流	(372)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(13,721)	(9,620)	(15,176)	(4,500)	(4,500)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	17,802	(19,677)	297	(7,207)	(8,207)
支付股息	(353)	0	(517)	(1,477)	(1,540)
其他融资现金流	(11,867)	(5,440)	(4,870)	(4,718)	(4,320)
融资活动产生的现金流	5,582	(25,117)	(5,091)	(13,402)	(14,067)
现金变动	5,714	(16,930)	183	985	184
期初现金	26,482	32,198	15,268	15,451	16,436
公司自由现金流	132	8,187	5,273	14,387	14,251
权益自由现金流	11,417	(17,013)	700	2,462	1,724

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-H股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	32,198	15,268	15,451	16,436	16,620
应收帐款	9,680	7,659	8,887	9,002	9,050
库存	6,825	7,391	7,889	8,095	8,089
其他流动资产	13,316	14,223	14,723	14,931	14,924
流动资产总计	62,019	44,541	46,949	48,464	48,683
固定资产	128,805	128,240	139,701	136,073	132,445
无形资产	39,096	40,162	39,622	39,066	38,511
其他长期资产	28,106	29,715	30,470	31,522	32,912
长期资产总计	196,007	198,116	209,793	206,661	203,868
总资产	258,026	242,658	256,742	255,125	252,551
应付帐款	19,039	18,114	19,334	19,841	19,825
短期债务	32,650	25,735	29,703	37,207	43,207
其他流动负债	15,957	17,567	24,067	24,423	24,412
流动负债总计	67,647	61,416	73,104	81,470	87,443
长期借款	80,376	69,397	64,073	49,363	35,156
其他长期负债	9,721	9,731	11,566	11,517	11,753
股本	13,259	13,259	13,259	13,259	13,259
储备	70,449	72,788	76,934	80,325	84,363
股东权益	83,708	86,047	90,193	93,584	97,622
少数股东权益	16,575	16,067	17,806	19,192	20,577
总负债及权益	258,026	242,658	256,742	255,125	252,551
每股帐面价值(人民币)	6.31	6.49	6.80	7.06	7.36
每股有形资产(人民币)	3.36	3.46	3.81	4.11	4.46
每股净负债/(现金)(人民币)	6.10	6.02	5.91	5.29	4.66

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-H股

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.4	21.3	27.6	27.0	27.3
息税前利润率(%)	(0.5)	8.5	15.9	14.8	15.2
税前利润率(%)	(6.0)	5.0	12.1	11.7	13.0
净利率(%)	(5.5)	2.9	6.6	6.8	7.8
流动性					
流动比率(倍)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	(0.1)	1.2	2.9	2.9	3.2
净权益负债率(%)	80.6	78.2	72.5	62.2	52.2
速动比率(倍)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	N/M	27.3	10.2	9.8	8.5
核心业务市盈率(倍)	N/M	64.7	10.2	9.8	8.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	N/M	85.8	13.5	13.0	11.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
价格/现金流(倍)	3.4	2.7	2.3	2.5	2.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.6	10.0	6.6	6.3	5.8
周转率					
存货周转天数	51.1	51.1	51.5	52.5	53.2
应收帐款周转天数	55.1	52.2	42.9	45.8	46.0
应付帐款周转天数	122.2	111.8	97.1	100.3	101.0
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	29.7	31.7	31.6	31.5
净资产收益率(%)	(3.8)	2.1	5.3	5.3	5.8
资产收益率(%)	(0.1)	1.9	3.4	3.1	3.2
已运用资本收益率(%)	0.3	2.8	5.8	5.5	5.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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士，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。所有本报告期内使用的商标、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
西单北大街110号8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371