



**买入**

**28% ↑**

目标价格:人民币 7.70

原目标价格:人民币 7.20

601225.CH

价格:人民币 6.01

目标价格基础:11倍 18年市盈率

板块评级:中立

# 陕西煤业

## 高盈利能力的煤炭公司，进攻防守兼备

16年归属于母公司净利润27.6亿元，每股收益0.28元，同比扭亏为盈。剥离渭北老矿区落后产能和煤价的飙升是业绩靓丽的主要原因。16年吨煤净利由15年的亏损31元扭转为盈利31元，盈利能力提高很快。17年1季度归属母公司净利润26.7亿元，同比增长6,982%，吨煤净利高达111元，盈利能力令人印象深刻且成本费用控制较好。作为优质的动力煤龙头公司，流通市值小，股价弹性好。且较好的业绩和低廉的估值又具备一定安全边际。进攻防守兼顾。基于10倍18年市盈率，我们将目标价由7.20元上调至7.50元，维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 陕西煤业16年实现归属母公司净利润27.6亿元，同比扭亏为盈，基本每股收益0.28元，符合业绩预盈公告。16年营业收入同比增长1.9%至331亿元，营业成本减少15%至188亿元，毛利润增长37%至144亿元。毛利率由32%增加至43%，经营利润率由-4%上升至15%，净利率由-9.2%升至8.3%。
- 剥离渭北老矿区落后产能+煤价上涨使得公司业绩飙升，成本费用控制较好。受到276天限产和剥离渭北老矿区矿井影响，16年产量减少16%至9,205万吨，销量减少8.4%至12,441万吨，包括贸易煤的综合煤炭售价233元，同比增长23%。渭北矿区产量大幅下降46%至1,113万吨，产量占比由19%下降至12%。盈利能力较好的陕北和彬黄矿区产量占比分别由53%提升至57%，28%提升至31%。在煤价上涨的基础上，进一步优化了吨煤盈利：吨煤毛利由15年的30元提升至82元，吨煤净利由15年的-31元提升至31元。在行业回暖大多数公司吨煤成本明显上涨趋势下，公司的自产煤生产成本逆势同比下降5%至151元。
- 陕北矿区发展前景广阔，是公司的重要看点。陕北的在建的800万吨小保当一期和500万吨袁大滩煤矿预计将在18年投产，内生性增长可期，整体盈利能力将进一步提升。
- 17年1季度净利润同比环比继续飙升，环比增长55%，同比增长6,982%至26.7亿元。净利率高达22%，吨煤毛利222元，吨煤净利111元。ROE高达7.5%。

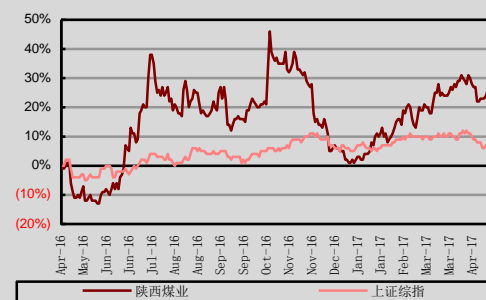
### 评级面临的主要风险

- 煤价下跌，成本费用计提超预期，良好业绩不能持续。

### 估值

- 公司是动力煤龙头，盈利能力不断提升，盈利能力非常优秀，且有内生性增长前景。由于17年1季度煤价高企后可能回调，保守起见，我们按照18年煤价回归正常后估值，基于18年10倍市盈率，我们将目标价由7.20元上调至7.50元，维持买入评级。

### 股价表现



| (%)    | 今年至今 | 1个月   | 3个月  | 12个月 |
|--------|------|-------|------|------|
| 绝对     | 23.2 | (1.2) | 13.4 | 35.6 |
| 相对上证指数 | 22.6 | 2.4   | 13.6 | 28.8 |

|                  |        |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万)         | 10,000 |
| 流通股(%)           | 100    |
| 流通股市值(人民币百万)     | 60,100 |
| 3个月日均交易额(人民币百万)  | 231    |
| 净负债比率(%) (2017E) | 18     |
| 主要股东(%)          |        |
| 陕西煤业化工集团有限责任公司   | 64     |

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2017年4月27日收市价为标准

### 相关研究报告

《动力煤龙头，盈利能力大幅改善，估值低》  
2016.12.27

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

采掘：煤炭开采

唐倩

(8610) 66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

### 投资摘要

| 年结日: 12月31日     | 2015    | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币百万)     | 32,511  | 33,132  | 40,740 | 42,772 | 45,527 |
| 变动(%)           | (21.0)  | 1.9     | 23.0   | 5.0    | 6.4    |
| 净利润(人民币百万)      | (2,989) | 2,755   | 8,494  | 7,543  | 8,533  |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | (0.30)  | 0.28    | 0.85   | 0.75   | 0.85   |
| 变动(%)           | (414.1) | (192.2) | 208.3  | (11.2) | 13.1   |
| 先前预测每股收益(人民币)   |         |         | 0.45   | 0.50   |        |
| 调整幅度(%)         |         |         | 88.7   | 50.9   |        |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | (20.1)  | 21.8    | 7.1    | 8.0    | 7.0    |
| 每股现金流量(人民币)     | (0.09)  | 0.83    | 1.33   | 1.00   | 1.07   |
| 价格/每股现金流量(倍)    | (67.6)  | 7.3     | 4.5    | 6.0    | 5.6    |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 31.4    | 9.4     | 5.0    | 5.0    | 4.4    |
| 每股股息(人民币)       | 0.00    | 0.11    | 0.25   | 0.23   | 0.26   |
| 股息率(%)          | 0.0     | 1.8     | 4.2    | 3.8    | 4.3    |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 业绩靓丽

陕西煤业 16 年实现归属母公司净利润 27.6 亿元，同比扭亏为盈，基本每股收益 0.28 元，符合业绩预盈公告。而去年同期大幅亏损 29.9 亿元，每股收益 -0.3 元。每 10 股分派现金股利 1.1 元，分红比例 40%。

16 年营业收入同比增长 1.9% 至 331 亿元，营业成本减少 15% 至 188 亿元，毛利润增长 37% 至 144 亿元。期间费用率由 33% 降至 25%，其中，管理费用降 11% 至 37 亿元，这主要源于资产重组，渭北矿区矿井费用减少，以及公司进一步加强可控费用管理；财务费用降 44% 至 4.6 亿元；由于本期外购煤采购减少，铁路运量降低，相应运输费减少，销售费用下降 30% 至 39 亿元。毛利率由 32% 增加至 43%，经营利润率由 -4% 上升至 15%，净利润率由 -9.2% 升至 8.3%。经营活动产生现金流量净额同比增长 1,030% 至 82.7 亿元，每股经营活动产生的现金净流量 0.83 元。净资产收益率由 -10.22% 上升至 8.35%。

公司现金比较充裕，资产负债率 32%，预计 2017 年下降至 18%。

## 剥离渭北老矿区落后产能+煤价涨使得公司业绩飙升，吨煤净利 31 元，轻装前行。

受到 276 天限产和剥离渭北老矿区矿井影响，16 年产量减少 16% 至 9,205 万吨，销量减少 8.4% 至 12,441 万吨，包括贸易煤的综合煤炭售价 233 元，同比增长 23%。

公司通过资产重组出售渭北矿区落后产能，以往大幅亏损的渭北矿区产量占比由 15 年的 19% 下降至 12%。整体盈利能力持续提升。渭北矿区多为老矿、资源枯竭矿、地质结构复杂，煤质差、含硫高，人员负担重，亏损严重（在 15 年其他矿区还能保持盈利时，渭北老矿区吨煤亏损高达 150 元/吨），近年来公司业绩深受其拖累。公司 15 年以来持续进行分流人员、剥离渭北矿区的矿井的工作。剥离老矿区后，公司员工数量从 56,694 人下降至 28,331 人，人工成本同比下降 10.3 亿元，降低幅度为 31.2%。对成本费用的改善十分显著。期间费用率由 15 年的 33% 大幅减少至 25%。在行业回暖大多数公司吨煤成本明显上涨趋势下，公司的自产煤生产成本逆势同比下降 5% 至 151 元。

2016 年，渭北矿区产量大幅下降 46% 至 1,113 万吨，产量占比由 19% 下降至 12%。盈利能力较好的陕北和彬黄矿区产量占比分别由 53% 提升至 57%，28% 提升至 31%。在煤价上涨的基础上，进一步优化了吨煤盈利：吨煤毛利由 15 年的 30 元提升至 82 元，吨煤净利由 15 年的 -31 元提升至 31 元。

公司预计 2017 年自产商品煤产销量 9,215 万吨，同比增长 2%。销售成本与 2016 年大致相当，不会有太大涨幅。

公司所属 15 对生产矿井中，有 14 对达到安全高效矿井标准，有 13 对矿井达国家安全质量标准化一级标准，有 7 对矿井被中国煤炭工业协会评定为先进产能矿井。

### 铁路瓶颈依然严重，未来提升空间较大。

铁路销量减少 24%至 4,503 万吨，占总销量的比例比去年同期减少 8 个百分点，为 36%，铁路销量并不理想，交通瓶颈问题依然很严重。目前陕北地区在建的铁路项目有蒙华（蒙西-华中）铁路，晋中南（吕梁-日照）铁路，这两条铁路建成后，将对陕北地区煤炭南下、东出提供新的铁路运输通道，陕北矿区在华中、华东地区的煤炭竞争力将进一步增强。外运能力的提升下煤价有望获得提升。

### 陕北矿区发展前景广阔，是公司的重要看点。

陕北矿区拥有未来优质的发展前景，公司目前可采储量 110 亿吨，陕北矿区占 73%，陕北矿区的产量占比为 57%。陕北矿区将成为公司未来发展的绝对主力。小保当一号井 800 万吨/年减量置换项目获发改委核准通过，而且还有后续扩张至 1,500 万吨的可能（按照 1,500 万吨建设的），800 万吨项目预计会在 18 年 1 季度投产。另外陕北在建的袁大滩 500 万吨/年（原来的中能榆阳矿置换来的，公司是第一大股东，持股 34%）的项目可能会在明年初投产。公司仅陕北矿区的在建产能就占现有产量的 14%，内生性增长潜力相对较大。

陕北矿区的煤质高、含硫少、灰分少，是优质的环保煤。其埋藏浅，适合大规模现代化开采，是未来中国的最重要的优质动力煤矿区之一，也是承接中东部去产能减量置换的重要接续矿区，发展潜力很大。陕北矿区的吨煤成本很低，不到 100 元，随着占比提高，还会拉低公司综合煤炭成本。陕西煤业无疑将是最大的受益煤炭上市公司，盈利前景会进一步加强，公司也是少有的有内生性增长潜力的煤炭上市公司。

### 17 年 1 季度净利润同比环比继续飙升，环比增长 55%，同比增长 6982%。净利润率高达 22%，吨煤毛利 222 元，吨煤净利 111 元。

公司 17 年 1 季度实现归属母公司净利润 26.7 亿元，每股收益 0.27 元。由 16 年 4 季度的 17.3 亿元增至 26.7 亿元，环比增长 55%，同比增长 6,982%。营业收入同比增长 110%至 122.7 亿元。毛利率由 38%升至 56%。经营利润率由 2.8%增加至 36%，净利润率由 -0.7%增长至 22%。由于财务费用大幅减少 48%，销售费用、管理费用增幅较小（只同比增加 10%和 18%），期间费用率由 30%大幅下降至 16%。

与 16 年 4 季度相比，17 年 1 季度营业收入环比减少 4%至 122.7 亿元，毛利率增长 13 个百分点至 56%，经营利润率由 25%增至 36%，净利润率由 13%增至 22%。期间费用率由 15%微升至 16%。

17 年 1 季度煤炭产量 2,401 万吨，同比减少 12%，完成全年计划（9,200 万吨）的 26%，尽管有春节放假因素但产量情况完成较好。1 季度煤炭销量 3,000 万吨，吨煤毛利 222 元，吨煤高达净利 111 元。吨煤净利水平超过 2012 年（70 元/吨），小于 2011 年的水平（183 元/吨）。17 年 1 季度 ROE 高达 7.5%。

**图表 1. 2016 年业绩摘要**

| (人民币, 百万)           | 2015 年         | 2016 年       | 同比变动(%)    |
|---------------------|----------------|--------------|------------|
| 营业收入                | 32,511         | 33,132       | 1.9        |
| 营业成本                | 22,041         | 18,756       | (15)       |
| 毛利润                 | 10,470         | 14,375       | 37         |
| 营业税金及附加             | 1,190          | 1,538        | 29         |
| 销售费用                | 5,656          | 3,937        | (30)       |
| 管理费用                | 4,178          | 3,724        | (11)       |
| 财务费用                | 812            | 458          | (44)       |
| 资产减值损失              | 212            | 123          | (42)       |
| 投资净收益               | 432            | 526          | 22         |
| <b>营业利润</b>         | <b>(1,147)</b> | <b>5,120</b> | <b>547</b> |
| 营业外收入               | 170            | 81           | (52)       |
| 营业外支出               | 623            | 76           | (88)       |
| 税前利润                | (1,600)        | 5,125        | 420        |
| 所得税                 | 750            | 746          | (1)        |
| 少数股东损益              | 638            | 1,625        | 154        |
| <b>归属于母公司所有净利润</b>  | <b>(2,989)</b> | <b>2,755</b> | <b>192</b> |
| <b>每股收益(人民币, 元)</b> |                |              |            |
| 基本每股收益(元)           | (0.30)         | 0.28         | 192        |
| 每股经营活动产生现金净流量(元)    | (0.09)         | 0.83         | 1,030      |
| 毛利率(%)              | 32             | 43           |            |
| 经营利润率(%)            | (4)            | 15           |            |
| 净利润率(%)             | (9.2)          | 8.3          |            |
| 应收账款                | 5,645          | 4,523        | (19.9)     |
| 期间费用率(%)            | 33             | 25           |            |
| 净资产收益率-加权(%)        | (10.22)        | 8.35         |            |
| 有效税率(%)             | (47)           | 15           |            |

资料来源: 公司数据, 中银证券

**图表 2. 16 年煤炭经营数据**

|            | 2015 年 | 2016 年 | 同比变动(%) |
|------------|--------|--------|---------|
| 产量(百万吨)    | 110.02 | 92.05  | (16)    |
| 销量(百万吨)    | 135.75 | 124.41 | (8.4)   |
| 自产煤价格(元/吨) | 189.28 | 233.18 | 23      |
| 自产煤成本(元/吨) | 159.39 | 150.77 | (5.4)   |
| 吨煤毛利(元/吨)  | 30     | 82     | 176     |
| 营业收入(百万元)  | 30,922 | 31,754 | 2.7     |
| 营业成本(百万元)  | 20,749 | 17,671 | (15)    |
| 毛利率(%)     | 33     | 44     |         |
| 煤炭收入占比(%)  | 95     | 96     |         |
| 煤炭毛利率占比(%) | 97     | 98     |         |

资料来源: 公司数据, 中银证券

**图表 3.17 年 1 季度业绩摘要**

| (人民币, 百万)           | 2016 年 1 季度  | 2016 年 4 季度   | 2017 年 1 季度   | 环比变动 (%)   | 同比变动 (%)     |
|---------------------|--------------|---------------|---------------|------------|--------------|
| <b>营业收入</b>         | <b>5,839</b> | <b>12,827</b> | <b>12,274</b> | <b>(4)</b> | <b>110</b>   |
| 营业成本                | 3,643        | 7,262         | 5,434         | (25)       | 49           |
| 毛利润                 | 2,195        | 5,565         | 6,840         | 23         | 212          |
| 营业税金及附加             | 267          | 628           | 649           | 3          | 143          |
| 销售费用                | 726          | 853           | 857           | 1          | 18           |
| 管理费用                | 884          | 959           | 974           | 2          | 10           |
| 财务费用                | 160          | 72            | 83            | 15         | (48)         |
| 资产减值损失              | 31           | 108           | 55            | (49)       | 76           |
| 投资净收益               | 39           | 238           | 255           | 7          | 559          |
| <b>营业利润</b>         | <b>166</b>   | <b>3,177</b>  | <b>4,477</b>  | <b>41</b>  | <b>2,599</b> |
| 营业外收入               | 26           | 22            | 12            | (46)       | (53)         |
| 营业外支出               | 18           | 17            | 3             | (83)       | (84)         |
| 税前利润                | 174          | 3,183         | 4,486         | 41         | 2,485        |
| 所得税                 | 72           | 470           | 502           | 7          | 601          |
| 少数股东损益              | 141          | 985           | 1,311         | 33         | 830          |
| <b>归属于母公司所有净利润</b>  | <b>(39)</b>  | <b>1,729</b>  | <b>2,674</b>  | <b>55</b>  | <b>6,982</b> |
| <b>每股收益(人民币, 元)</b> |              |               |               |            |              |
| 基本每股收益(元)           | (0)          | 0             | 0             | 55         | 6,982        |
| 毛利率(%)              | 38           | 43            | 56            |            |              |
| 经营利润率(%)            | 3            | 25            | 36            |            |              |
| 净利率(%)              | (1)          | 13            | 22            |            |              |
| 期间费用率(%)            | 30           | 15            | 16            |            |              |
| 净资产收益率-加权(%)        | (0)          | 5             | 7             |            |              |
| 有效税率(%)             | 41           | 15            | 11            |            |              |

资料来源: 公司数据, 中银证券



**损益表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日        | 2015           | 2016         | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
|--------------------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 销售收入               | 32,511         | 33,132       | 40,740        | 42,772        | 45,527        |
| 销售成本               | (22,041)       | (18,756)     | (20,935)      | (23,680)      | (24,736)      |
| 经营费用               | (11,025)       | (9,199)      | (8,002)       | (8,401)       | (8,942)       |
| <b>息税折旧前利润</b>     | <b>2,757</b>   | <b>8,506</b> | <b>15,128</b> | <b>14,002</b> | <b>15,146</b> |
| 折旧及摊销              | 3,312          | 3,330        | 3,325         | 3,312         | 3,298         |
| <b>经营利润(息税前利润)</b> | <b>(555)</b>   | <b>5,176</b> | <b>11,802</b> | <b>10,690</b> | <b>11,848</b> |
| 净利息收入/(费用)         | (812)          | (458)        | (458)         | (458)         | (458)         |
| 其他收益/(损失)          | 220            | 402          | 402           | 402           | 402           |
| <b>税前利润</b>        | <b>(1,147)</b> | <b>5,120</b> | <b>11,746</b> | <b>10,634</b> | <b>11,792</b> |
| 所得税                | (750)          | (746)        | (1,633)       | (1,471)       | (1,640)       |
| 少数股东权益             | (638)          | (1,625)      | (1,625)       | (1,625)       | (1,625)       |
| <b>净利润</b>         | <b>(2,989)</b> | <b>2,755</b> | <b>8,494</b>  | <b>7,543</b>  | <b>8,533</b>  |
| <b>核心净利润</b>       | <b>(2,989)</b> | <b>2,755</b> | <b>8,494</b>  | <b>7,543</b>  | <b>8,533</b>  |
| 每股收益(人民币)          | (0.299)        | 0.275        | 0.849         | 0.754         | 0.853         |
| 每股股息(人民币)          | 0.000          | 0.110        | 0.255         | 0.226         | 0.256         |
| 收入增长(%)            | (21)           | 2            | 23            | 5             | 6             |
| 息税前利润增长(%)         | (114)          | (1033)       | 128           | (9)           | 11            |
| 息税折旧前利润增长(%)       | (67)           | 208          | 78            | (7)           | 8             |
| 每股收益增长(%)          | (414)          | (192)        | 208           | (11)          | 13            |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日       | 2015           | 2016         | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
|-------------------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 税前利润              | (1,600)        | 5,125        | 11,751        | 10,639        | 11,797        |
| 折旧与摊销             | 3,312          | 3,330        | 3,325         | 3,312         | 3,298         |
| 净利息费用             | 812            | 458          | 458           | 458           | 458           |
| 运营资本变动            | (2,606)        | (89)         | (132)         | (2,439)       | (2,740)       |
| 税金                | (750)          | (746)        | (1,633)       | (1,471)       | (1,640)       |
| 其他经营现金流           | (56)           | 187          | (499)         | (499)         | (501)         |
| <b>经营活动产生的现金流</b> | <b>(889)</b>   | <b>8,267</b> | <b>13,272</b> | <b>10,001</b> | <b>10,674</b> |
| 购买固定资产净值          | (2,445)        | (2,009)      | (2,600)       | (2,900)       | (3,100)       |
| 投资减少/增加           | 590            | 1,731        | 63            | 267           | 471           |
| 其他投资现金流           | (1,855)        | (278)        | (2,537)       | (2,633)       | (2,629)       |
| <b>投资活动产生的现金流</b> | <b>0</b>       | <b>1</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| 净增权益              | 2,919          | (923)        | (5,000)       | (4,000)       | (4,000)       |
| 净增债务              | (1,799)        | (1,992)      | (2,548)       | (2,263)       | (2,560)       |
| 支付股息              | 218            | 120          | (244)         | (244)         | (245)         |
| 其他融资现金流           | 1,339          | (2,795)      | (7,792)       | (6,507)       | (6,804)       |
| <b>融资活动产生的现金流</b> | <b>(1,405)</b> | <b>5,194</b> | <b>2,942</b>  | <b>861</b>    | <b>1,241</b>  |
| 现金变动              | 6,110          | 4,798        | 9,862         | 12,804        | 13,665        |
| 期初现金              | (2,744)        | 7,989        | 10,735        | 7,368         | 8,046         |
| 公司自由现金流           | (1,623)        | 5,073        | 3,186         | 1,105         | 1,486         |
| 权益自由现金流           | (1,600)        | 5,125        | 11,751        | 10,639        | 11,797        |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表 (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       | 4,702         | 9,999         | 12,804         | 13,665         | 14,906         |
| 应收帐款           | 5,645         | 4,523         | 5,562          | 5,840          | 6,216          |
| 库存             | 1,116         | 860           | 960            | 1,086          | 1,134          |
| 其他流动资产         | 6,343         | 8,044         | 8,832          | 9,236          | 9,783          |
| <b>流动资产总计</b>  | <b>17,805</b> | <b>23,426</b> | <b>28,158</b>  | <b>29,827</b>  | <b>32,040</b>  |
| 固定资产           | 46,707        | 44,253        | 46,895         | 48,730         | 50,581         |
| 无形资产           | 21,198        | 21,365        | 21,365         | 21,365         | 21,365         |
| 其他长期资产         | 4,764         | 4,645         | 4,427          | 4,427          | 4,426          |
| <b>长期资产总计</b>  | <b>72,669</b> | <b>70,263</b> | <b>72,687</b>  | <b>74,522</b>  | <b>76,373</b>  |
| <b>总资产</b>     | <b>90,474</b> | <b>93,689</b> | <b>100,845</b> | <b>104,348</b> | <b>108,413</b> |
| 应付帐款           | 11,482        | 8,944         | 9,983          | 11,292         | 11,795         |
| 短期债务           | 9,501         | 14,912        | 14,000         | 10,000         | 8,001          |
| 其他流动负债         | 7,941         | 9,918         | 10,662         | 11,551         | 11,914         |
| <b>流动负债总计</b>  | <b>28,924</b> | <b>33,774</b> | <b>34,645</b>  | <b>32,843</b>  | <b>31,710</b>  |
| 长期借款           | 15,789        | 9,109         | 8,000          | 7,400          | 7,000          |
| 其他长期负债         | 6,488         | 6,238         | 6,061          | 5,061          | 3,061          |
| 股本             | 10,000        | 10,000        | 10,000         | 10,000         | 10,000         |
| 储备             | 21,179        | 24,317        | 30,263         | 35,543         | 41,516         |
| <b>股东权益</b>    | <b>31,179</b> | <b>34,317</b> | <b>40,263</b>  | <b>45,543</b>  | <b>51,516</b>  |
| 少数股东权益         | 8,094         | 10,201        | 11,826         | 13,451         | 15,076         |
| <b>总负债及权益</b>  | <b>90,474</b> | <b>93,689</b> | <b>100,845</b> | <b>104,348</b> | <b>108,413</b> |
| 每股帐面价值(人民币)    | 3.12          | 3.43          | 4.03           | 4.55           | 5.15           |
| 每股有形资产(人民币)    | 1.00          | 1.30          | 1.89           | 2.42           | 3.01           |
| 每股净负债(现金)(人民币) | 2.24          | 2.23          | 1.72           | 0.77           | 0.21           |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率**

| 年结日: 12月31日     | 2015   | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>     |        |      |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 8.5    | 25.7 | 37.1  | 32.7  | 33.3  |
| 息税前利润率(%)       | (1.7)  | 15.6 | 29.0  | 25.0  | 26.0  |
| 税前利润率(%)        | (4.9)  | 15.5 | 28.8  | 24.9  | 25.9  |
| 净利率(%)          | (9.2)  | 8.3  | 20.8  | 17.6  | 18.7  |
| <b>流动性</b>      |        |      |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 0.6    | 0.7  | 0.8   | 0.9   | 1.0   |
| 利息覆盖率(倍)        | (0.7)  | 11.3 | 25.7  | 23.3  | 25.8  |
| 净权益负债率(%)       | 52.4   | 31.5 | 17.7  | 6.3   | 0.1   |
| 速动比率(倍)         | 0.6    | 0.7  | 0.8   | 0.9   | 1.0   |
| <b>估值</b>       |        |      |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | (20.1) | 21.8 | 7.1   | 8.0   | 7.0   |
| 市净率(倍)          | 1.9    | 1.8  | 1.5   | 1.3   | 1.2   |
| 价格/现金流(倍)       | (67.6) | 7.3  | 4.5   | 6.0   | 5.6   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 31.4   | 9.4  | 5.0   | 5.0   | 4.4   |
| <b>周转率</b>      |        |      |       |       |       |
| 存货周转天数          | 20.9   | 19.2 | 15.9  | 15.8  | 16.4  |
| 应收帐款周转天数        | 63.4   | 49.8 | 49.8  | 49.8  | 49.8  |
| 应付帐款周转天数        | 128.9  | 98.5 | 89.4  | 96.4  | 94.6  |
| <b>回报率</b>      |        |      |       |       |       |
| 股息支付率(%)        |        | 39.9 | 30.0  | 30.0  | 30.0  |
| 净资产收益率(%)       | (9.6)  | 8.0  | 21.1  | 16.6  | 16.6  |
| 资产收益率(%)        | (0.6)  | 4.7  | 10.1  | 8.8   | 9.4   |
| 已运用资本收益率(%)     | (0.9)  | 7.6  | 15.9  | 14.0  | 14.5  |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 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