



股票代码	601088.CH	1088.HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 19.47	港币 18.14
目标价	人民币 18.46	港币 21.18
原目标价	人民币 18.35	港币 21.05
上/下浮比例	-5%	+16%
目标价格基础	市净率	市净率
板块评级	中立	增持

中国神华

一季度业绩强劲，大幅超过指引

2017年第一季度，中国神华国际会计准则下净利润同比增长173%至129亿元人民币，大大高于公司此前的指引值50%。强劲的业绩表现主要归功于煤价和销量上涨，以及生产成本降低。我们将2017-19年盈利预测上调3-6%以反映强劲的业绩，重申对H股的买入评级，并上调目标价格。

本报告亮点

- 2017年第一季度，中国神华国际会计准则下净利润同比增长173%至129亿元人民币。主要增长驱动力为煤价上涨、煤炭销量增加以及单位成本降低。
- 我们将2017-19年盈利预测上调3-6%。并且盈利预测还有进一步上行的空间。公司对于2017年上半年中国会计准则下的盈利增长指引为100%。
- 重申对H股的买入评级，上调目标价格

股价表现 — A股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	20.3	2.2	13.1	34.1
相对新华富时A50指数	16.1	12.5	12.8	25.8

发行股数(百万)	19,890
流通股(%)	9
流通股市值(人民币 百万)	387,258
3个月日均交易额(人民币 百万)	248
净负债比率(%) (2017E)	11
主要股东(%)	
神华集团	73

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究以2017年4月28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《Shenhua Energy -- Strong 1Q performance far above guidance》的中文译本，英文原稿已于2017年5月2日出版

支撑评级的要点

- 2017年第一季度，中国神华强劲的业绩增长主要得益于实现煤价同比增长57%，商品煤产量同比增长9%，以及单位产煤成本同比下降6%。由于公司在2016年第二季度向第三方开放自营铁路线，因此自营铁路收入同比增长12%。由于全国火力发电量同比增长7.4%，公司配电量同比增长9%。
- 公司2017年1季度盈利占我们原本对国际会计准则下公司全年盈利预测的36.6%。尽管我们已上调2017-19年的盈利预测以反映公司超预期的强劲盈利，盈利预测依然具备上行空间。
- 中国神华进一步给出了2017年上半年中国会计准则下盈利同比增长100%或以上的指引。这意味着2017年第二季度国际会计准则下的盈利需达到74亿元人民币或以上。我们认为该指引值相当保守，因为这意味着盈利将环比下降39%。

评级风险

- 煤价大幅下跌。
- 发电站利用小时数大幅下跌。

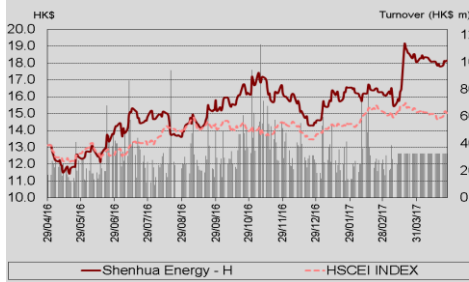
估值

- 在上调盈利预测后，我们将H股目标价由21.05港币上调至21.18港币。维持H股和A股1.1倍2017年预测市净率估值并叠加特殊股息。
- 我们将A股目标价由18.35人民币上调至18.46人民币，以反映预测值的增长。

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)	177,069	183,127	211,456	207,524	207,964
变动(%)	(30)	3	15	(2)	0
净利润(人民币 百万)	16,144	22,712	35,147	33,874	35,034
全面摊薄每股收益(人民币)	0.812	1.142	1.767	1.703	1.761
变动(%)	(56.9)	40.7	54.8	(3.6)	3.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.496	1.5	1.527
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.663	1.652	1.709
调整幅度(%)	-	-	6.3	3.1	3.1
核心每股收益(人民币)	0.976	1.236	1.767	1.703	1.761
变动(%)	(48.1)	26.6	42.9	(3.6)	3.4
全面摊薄市盈率(倍)	24.0	17.1	11.0	11.4	11.1
核心市盈率(倍)	19.9	15.7	11.0	11.4	11.1
每股现金流量(人民币)	3.07	4.37	3.50	3.85	3.88
价格/每股现金流量(倍)	6.3	4.5	5.6	5.1	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.6	7.1	5.7	5.7	5.4
每股股息(人民币)	0.320	0.460	0.707	0.681	0.705
股息率(%)	1.6	2.4	3.6	3.5	3.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现 — H 股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	24.3	(2.0)	9.7	38.1
相对恒生中国企业指数	15.5	0.0	5.4	25.3

发行股数(百万)	19,890
流通股(%)	17
流通股市值(港币 百万)	360,805
3 个月日均交易额(港币 百万)	308
净负债比率(%) (2017E)	11
主要股东(%)	
神华集团	73

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以 2017 年 4 月 28 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)	177,069	183,127	211,456	207,524	207,964
变动(%)	(30)	3	15	(2)	0
净利润(人民币 百万)	17,650	24,910	37,345	36,072	37,233
全面摊薄每股收益(人民币)	0.887	1.252	1.878	1.814	1.872
变动(%)	(55.1)	41.1	49.9	(3.4)	3.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.567	1.492	1.455
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.774	1.762	1.820
调整幅度(%)	-	-	5.9	2.9	2.9
核心每股收益(人民币)	1.052	1.347	1.878	1.814	1.872
变动(%)	(46.8)	28.0	39.4	(3.4)	3.2
全面摊薄市盈率(倍)	18.1	12.8	8.6	8.9	8.6
核心市盈率(倍)	15.3	11.9	8.6	8.9	8.6
每股现金流量(人民币)	3.06	4.37	4.00	3.75	3.80
价格/每股现金流量(倍)	5.3	3.7	4.0	4.3	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	6.2	4.9	4.8	4.6
每股股息(人民币)	0.320	2.970	0.707	0.681	0.705
股息率(%)	2.0	18.5	4.4	4.2	4.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

煤炭业务表现亮眼

2017 年第一季度, 中国神华的商品煤产量同比增长 9% 至 7,800 万吨。煤炭销量同比增长 23% 至 1.13 亿吨, 占全年目标值的 28%。实现煤价同比上升 57% 至 420 元/吨, 主要得益于市场煤价抬升, 以及较高价值的海运销售上涨带来销售组合的改善。同时, 单位生产成本同比下降 6% 至 106 人民币/吨。国际会计准则下煤炭分部毛利润同比增长 4.4 倍至 131 亿元人民币。

发电业务盈利下降

尽管煤价上升给火力发电厂的盈利带来压力, 在强劲的市场需求和水电发电量疲弱的情况下, 1 季度公司火力发电量情况保持良好。国内火力发电量同比增长 9.8%, 平均利用小时数同比增长 5.3%。由于煤价上涨, 公司发电板块利润率下降, 1 季度国际会计准则下的分部毛利润同比下降 53% 至 22 亿元人民币。

盈利预测调整

考虑到公司 2017 年第一季度业绩强劲, 我们上调对火力发电厂利用小时数和海运煤销售的预测。我们将 2017-19 年盈利预测分别上调 6%、3% 和 3%。

图表 1. 业绩摘要 (H 股)

年结日: 12 月 31 日 (人民币 百万)	1Q16	1Q17	同比 (%)
收入	39,402	61,062	55
销售成本	(27,122)	(39,990)	47
销售、一般及管理费用	(1,959)	(2,100)	7
其他经营 (费用) / 收入, 净值	(87)	451	NM
经营利润	10,234	19,423	90
净财务成本	(1,219)	(926)	(24)
联营公司	10	33	230
税前利润	9,025	18,530	105
税费	(2,228)	(3,465)	56
税后利润	6,797	15,065	122
少数股东权益	(2,056)	(2,128)	4
净利润	4,741	12,937	173
每股收益(人民币)	0.238	0.650	173

资料来源: 公司数据

图表 2. 经营数据

	1Q16	1Q17	同比 (%)
煤炭分部			
商品煤产量(百万吨)	71.3	78.0	9
外购煤(百万吨)	21.2	35.3	67
销量(百万吨)			
国内销售			
自产煤和采购煤	89.8	107.9	20.2
直达	35.4	41	15.8
海运(港口离岸价)	54.4	66.9	23.0
国内交易	1.3	3.6	176.9
进口煤炭	0.0	0.2	na
国内总销量	91.1	111.7	22.6
出口销售			
海外销售	0.7	0.8	14.3
EMM Indonesia	0.4	0.4	-
港口内贸易	0.3	0.4	33.3
总销量	92.5	113.3	22.5
平均售价(人民币/吨)			
国内销售			
自产煤和采购煤	270	421	55.9
直达	202	300	48.5
下水(港口离岸价)	315	495	57.1
国内交易	126	440	249.2
进口煤炭	0	520	na
国内总销量	268	422	57.5
出口销售			
海外销售	416	347	(16.5)
EMM Indonesia	163	262	61.0
港口内贸易	87	85	(2.0)
总销量	268	420	56.5
生产成本(人民币/吨)	112.6	105.9	(6)
运输分部			
自营铁路煤炭运输收入(十亿吨千米)	60.8	67.9	12
海运煤炭贸易(百万吨)	55.1	67.7	23
其中,			
经黄骅港(百万吨)	37.9	47.3	25
经天津煤炭码头(百万吨)	10.0	11.0	10
运输量(百万吨)	17.9	22.0	23
海运收入(十亿吨海里)	14.1	18.9	34
发电分部			
发电量(十亿千瓦时)	54.9	59.9	9
配电量(十亿千瓦时)	51.5	56.2	9
平均上网电价(人民币/兆瓦时)	311.0	307.0	(1)
发电量单位成本(人民币/千瓦时)	224.7	275.3	23
煤化工分部			
销量(千吨)			
聚乙烯	80.6	92.8	15
聚丙烯	75.8	85.5	13

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)	1Q16	1Q17	同比 (%)
收入	39,402	61,062	55
经营成本	(23,518)	(35,502)	51
营业税及附加	(1,514)	(2,494)	65
销售费用	(127)	(154)	21
管理费用	(4,138)	(4,785)	16
财务费用	(1,253)	(1,028)	(18)
减值损失	23	18	(22)
公允价值变动	9	(2)	NM
应占联营公司收入	10	33	230
其他投资收入	24	351	1,363
经营利润	8,918	17,499	96
经营外收入	67	234	249
经营外费用	(178)	(48)	(73)
税前利润	8,807	17,685	101
所得税	(2,243)	(3,442)	53
税后利润	6,564	14,243	117
少数股东权益	(1,957)	(2,008)	3
净利润	4,607	12,235	166
每股收益(人民币)	0.232	0.615	166

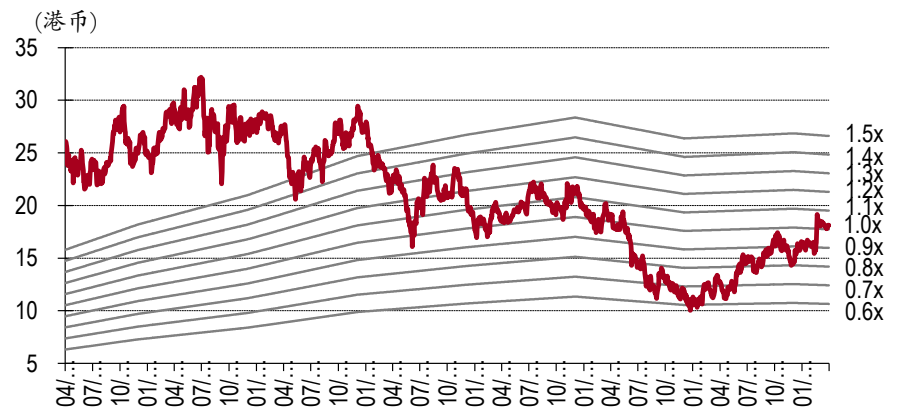
资料来源: 公司数据

图表 4. 主要预测变动

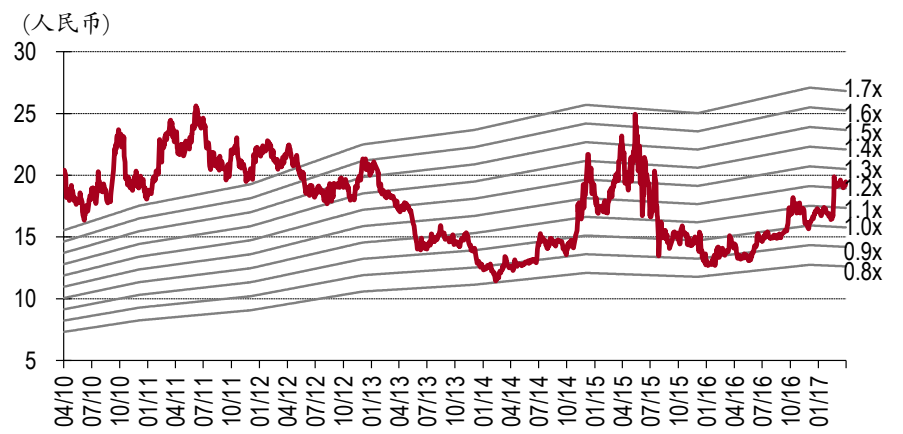
年结日: 12月31日	旧值			新值		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
煤炭分部						
销量(百万吨)						
国内销售						
自产煤和采购煤	386.5	386.5	386.5	396.3	396.3	396.3
直达(经铁路线)	158.4	158.4	158.4	158.4	158.4	158.4
海运(港口离岸价)	228.1	228.1	228.1	237.9	237.9	237.9
国内交易	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6
进口煤炭	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
国内总销售	398.3	398.3	398.3	408.1	408.1	408.1
出口销售						
海外煤炭销售	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
EMM Indonesia	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
港口内交易	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
总销量	407.0	407.0	407.0	416.9	416.9	416.9
平均售价(人民币/吨)						
国内销售						
自产煤和采购煤	378	367	367	379	369	369
直达(经铁路线)	297	289	289	297	289	289
海运(离岸价)	434	422	422	434	422	422
国内交易	396	385	385	396	385	385
进口煤炭	356	346	346	484	471	471
国内总销售	378	368	368	380	369	369
出口销售						
海外销售	475	462	462	475	462	462
EMM Indonesia	113	110	110	113	110	110
港口内交易	428	417	417	428	417	417
总销售	378	368	368	380	369	369
发电分部						
发电量(十亿千瓦时)	236	230	230	237	231	231
配电量(十亿千瓦时)	221	215	211	221	216	212
平均上网电价(人民币/兆瓦时)	297	297	301	298	297	302

资料来源: 中银国际研究预测

图表 5. 市净率区间 (H 股)



图表 6. 市净率区间 (A 股)



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	177,069	183,127	211,456	207,524	207,964
销售成本	(110,427)	(110,769)	(131,799)	(130,803)	(130,886)
经营费用	(1,125)	(1,519)	8,258	9,109	9,757
息税折旧前利润	41,892	46,894	62,680	59,942	60,293
折旧及摊销	(23,625)	(23,945)	(25,235)	(25,888)	(26,542)
经营利润(息税前利润)	65,517	70,839	87,915	85,830	86,835
净利息收入/(费用)	(4,020)	(4,371)	(3,820)	(2,756)	(1,958)
其他收益/(损失)	(4,790)	(3,627)	275	275	275
税前利润	33,082	38,896	59,135	57,461	58,610
所得税	(9,818)	(9,360)	(14,192)	(13,791)	(14,066)
少数股东权益	(7,120)	(6,824)	(9,795)	(9,796)	(9,509)
净利润	16,144	22,712	35,147	33,874	35,034
核心净利润	19,419	24,590	35,147	33,874	35,034
每股收益(人民币)	0.812	1.142	1.767	1.703	1.761
核心每股收益(人民币)	0.976	1.236	1.767	1.703	1.761
每股股息(人民币)	0.320	0.460	0.707	0.681	0.705
收入增长(%)	(30)	3	15	(2)	0
息税前利润增长(%)	(34)	12	34	(4)	1
息税折旧前利润增长(%)	(23)	8	24	(2)	1
每股收益增长(%)	(57)	41	55	(4)	3
核心每股收益增长(%)	(48)	27	43	(4)	3

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	47,850	50,757	50,390	51,512	63,676
应收帐款	23,370	16,179	29,461	29,249	28,238
库存	12,816	13,341	14,826	14,698	14,713
其他流动资产	37,000	53,186	10,933	10,871	10,878
流动资产总计	121,036	133,463	105,610	106,330	117,505
固定资产	352,563	351,709	398,748	413,262	427,169
无形资产	35,757	38,502	37,958	37,414	36,870
其他长期资产	44,609	47,990	47,990	47,990	47,990
长期资产总计	432,929	438,201	484,696	498,666	512,029
总资产	553,965	571,664	590,306	604,997	629,534
应付帐款	31,517	31,982	40,925	43,525	44,861
短期债务	13,015	32,203	32,374	13,699	3,699
其他流动负债	56,955	48,000	86,077	90,097	95,600
流动负债总计	101,487	112,185	159,376	147,321	144,160
长期借款	88,785	73,778	59,358	56,493	53,197
其他长期负债	5,536	5,797	5,797	5,797	5,797
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	272,900	292,467	268,542	288,357	309,842
股东权益	292,790	312,357	288,432	308,247	329,732
少数股东权益	65,367	67,547	77,342	87,138	96,647
总负债及权益	553,965	571,664	590,306	604,997	629,534
每股帐面价值(人民币)	14.72	15.70	14.50	15.50	16.58
每股有形资产(人民币)	12.92	13.77	12.59	13.62	14.72
每股净负债(现金)(人民币)	2.71	2.78	2.08	0.94	(0.34)

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	33,082	38,896	59,135	57,461	58,610
折旧与摊销	23,625	23,945	25,235	25,888	26,542
净利息费用	4,020	4,371	3,820	2,756	1,958
运营资本变动	(3,204)	18,401	(6,272)	3,001	2,326
税金	(9,818)	(9,360)	(9,283)	(13,007)	(12,656)
其他经营现金流	13,295	10,677	(2,936)	528	437
经营活动产生的现金流	61,000	86,930	69,699	76,628	77,218
购买固定资产净值	(29,876)	(29,058)	(35,000)	(35,000)	(35,000)
投资减少/增加	592	(32,857)	33,350	0	0
其他投资现金流	3,161	(2,739)	10,249	(1,191)	(812)
投资活动产生的现金流	(26,123)	(64,654)	8,599	(36,191)	(35,812)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	7,736	(7,490)	(15,107)	(21,971)	(13,296)
支付股息	(14,718)	(6,365)	(59,072)	(14,059)	(13,550)
其他融资现金流	(23,336)	(5,388)	(4,486)	(3,285)	(2,395)
融资活动产生的现金流	(30,318)	(19,243)	(78,665)	(39,315)	(29,241)
现金变动	4,559	3,033	(367)	1,122	12,164
期初现金	43,508	47,850	50,757	50,390	51,512
公司自由现金流	35,485	22,999	79,037	41,173	42,229
权益自由现金流	37,235	9,804	58,791	15,266	25,798

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(%)	37.0	38.7	41.6	41.4	41.8
息税前利润率(%)	23.7	25.6	29.6	28.9	29.0
税前利润率(%)	18.7	21.2	28.0	27.7	28.2
净利率(%)	9.1	12.4	16.6	16.3	16.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	9.1	9.2	13.7	17.2	21.7
净权益负债率(%)	15.1	14.5	11.3	4.7	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	0.6	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	24.0	17.1	11.0	11.4	11.1
核心业务市盈率(倍)	19.9	15.7	11.0	11.4	11.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	18.9	14.9	10.4	10.8	10.5
市净率(倍)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	6.3	4.5	5.6	5.1	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.6	7.1	5.7	5.7	5.4
周转率					
存货周转天数	47.6	43.1	39.0	41.2	41.0
应收帐款周转天数	49.5	39.4	39.4	51.6	50.4
应付帐款周转天数	68.2	63.3	62.9	74.3	77.6
回报率					
股息支付率(%)	39.4	40.3	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	5.5	7.5	11.7	11.4	11.0
资产收益率(%)	5.4	6.3	8.2	7.6	7.4
已运用资本收益率(%)	9.4	10.1	13.4	13.1	12.9

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	177,069	183,127	211,456	207,524	207,964
销售成本	(92,733)	(103,699)	(117,447)	(116,300)	(116,445)
经营费用	(21,739)	(8,666)	(5,044)	(4,293)	(3,618)
息税折旧前利润	38,607	46,041	63,730	61,043	61,360
折旧及摊销	(23,990)	(24,721)	(25,235)	(25,888)	(26,542)
经营利润(息税前利润)	62,597	70,762	88,965	86,932	87,902
净利息收入/(费用)	(3,865)	(4,337)	(3,820)	(2,756)	(1,958)
其他收益/(损失)	(221)	(451)	237	237	237
税前利润	34,521	41,253	60,147	58,524	59,639
所得税	(9,561)	(9,283)	(13,007)	(12,656)	(12,897)
少数股东权益	(7,310)	(7,060)	(9,795)	(9,796)	(9,509)
净利润	17,650	24,910	37,345	36,072	37,233
核心净利润	20,925	26,788	37,345	36,072	37,233
每股收益(人民币)	0.887	1.252	1.878	1.814	1.872
核心每股收益(人民币)	1.052	1.347	1.878	1.814	1.872
每股股息(人民币)	0.320	2.970	0.707	0.681	0.705
收入增长(%)	(30)	3	15	(2)	0
息税前利润增长(%)	(41)	19	38	(4)	1
息税折旧前利润增长(%)	(28)	13	26	(2)	1
每股收益增长(%)	(55)	41	50	(3)	3
核心每股收益增长(%)	(47)	28	39	(3)	3

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	34,521	41,253	60,147	58,524	59,639
折旧与摊销	23,990	24,721	25,235	25,888	26,542
净利息费用	3,865	4,337	3,820	2,756	1,958
运营资本变动	(2,246)	16,812	(754)	233	(26)
税金	(10,760)	(8,769)	(9,283)	(13,007)	(12,656)
其他经营现金流	11,415	8,511	342	207	116
经营活动产生的现金流	60,785	86,865	79,507	74,601	75,573
购买固定资产净值	(29,876)	(29,058)	(35,000)	(35,000)	(35,000)
投资减少/增加	835	(32,587)	33,350	0	0
其他投资现金流	899	1,033	0	0	0
投资活动产生的现金流	(28,142)	(60,612)	(1,650)	(35,000)	(35,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,006	(7,055)	(15,107)	(21,971)	(13,296)
支付股息	(14,718)	(6,365)	(59,072)	(14,059)	(13,550)
其他融资现金流	(15,823)	(10,052)	(4,400)	(3,200)	(2,311)
融资活动产生的现金流	(28,535)	(23,472)	(78,579)	(39,230)	(29,157)
现金变动	4,108	2,781	(722)	371	11,416
期初现金	43,508	47,850	50,757	50,036	50,407
公司自由现金流	33,251	26,976	78,596	40,337	41,396
权益自由现金流	29,271	14,216	58,350	14,430	24,965

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	47,850	50,757	50,036	50,407	61,822
应收帐款	41,019	20,573	23,756	23,314	23,363
库存	12,816	13,341	14,826	14,698	14,713
其他流动资产	19,351	48,792	15,442	15,442	15,442
流动资产总计	121,036	133,463	104,059	103,861	115,340
固定资产	372,936	373,005	384,452	395,246	405,386
无形资产	5,140	5,362	5,009	4,656	4,303
其他长期资产	60,679	64,899	65,136	65,373	65,610
长期资产总计	438,755	443,266	454,597	465,275	475,299
总资产	559,791	576,729	558,656	569,135	590,639
应付帐款	33,990	35,156	39,069	38,733	38,770
短期债务	17,810	31,800	31,971	13,296	3,296
其他流动负债	49,687	45,229	49,423	49,970	51,540
流动负债总计	101,487	112,185	120,464	101,999	93,606
长期借款	88,785	73,778	59,358	56,493	53,197
其他长期负债	5,598	5,797	5,797	5,797	5,797
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	278,178	297,085	275,358	297,371	321,054
股东权益	298,068	316,975	295,248	317,261	340,944
少数股东权益	65,853	67,994	77,789	87,585	97,094
总负债及权益	559,791	576,729	558,656	569,135	590,639
每股帐面价值(人民币)	14.99	15.94	14.84	15.95	17.14
每股有形资产(人民币)	14.73	15.67	14.59	15.72	16.93
每股净负债(现金)(人民币)	2.95	2.76	2.08	0.97	(0.27)

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(%)	35.4	38.6	42.1	41.9	42.3
息税前利润率(%)	21.8	25.1	30.1	29.4	29.5
税前利润率(%)	19.5	22.5	28.4	28.2	28.7
净利率(%)	10.0	13.6	17.7	17.4	17.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	0.9	1.0	1.2
利息覆盖率(倍)	8.6	9.1	14.0	17.5	22.1
净权益负债率(%)	16.1	14.2	11.1	4.8	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	0.7	0.9	1.1
估值					
市盈率(倍)	18.1	12.8	8.6	8.9	8.6
核心业务市盈率(倍)	15.3	11.9	8.6	8.9	8.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	17.8	13.9	10.0	10.4	10.0
市净率(倍)	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	5.3	3.7	4.0	4.3	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	6.2	4.9	4.8	4.6
周转率					
存货周转天数	56.7	46.0	43.8	46.3	46.1
应收帐款周转天数	74.1	61.4	38.3	41.4	41.0
应付帐款周转天数	75.2	68.9	64.1	68.4	68.0
回报率					
股息支付率(%)	36.1	237.1	37.6	37.6	37.6
净资产收益率(%)	5.9	8.1	12.2	11.8	11.3
资产收益率(%)	5.0	6.3	8.8	8.5	8.3
已运用资本收益率(%)	8.4	9.7	13.5	13.2	12.8

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，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