

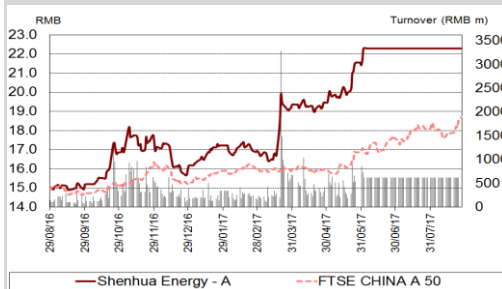


股票代码	601088.CH	1088.HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 19.32	港币 19.60
目标价	人民币 20.69	港币 21.25
原目标价	人民币 20.69	港币 21.27
上/下浮比例	7%	8%
目标价格基础	14倍2017市净率	12倍2017市净率
板块评级	中立	中立

本报告亮点

- 在国际会计准则下17年上半年净利润同比增长143%至263亿人民币。得益于煤价上涨、销量增长和单位成本下降，煤炭业务增长最快。
- 17年下半年，我们预测发电业务盈利能力的改善将减轻煤价走软的负面影响。
- 鉴于2017-19年净资产收益率高达11.6-13.8%，H股估值具备吸引力。维持对H股的买入评级。

股价表现 — A股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	37.8	0	3.4	49.5
相对新华富时A50指数	12.6	(3.1)	(6.8)	19.4

发行股数(百万)	19,890
流通股(%)	9
流通股市值(人民币百万)	443,348
3个月日均交易额(人民币百万)	738
净负债比率(%) (2017E)	10
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8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 -- Market leader with solid growth and sound cost control》的中文译本，英文原稿已于2017年8月29日出版

中国神华

增长稳健、成本控制良好的市场领先者

中国神华公告在国际会计准则下17年上半年净利润同比增长143%至263亿人民币。鉴于煤价下降的背景下17年2季度大部分同业表现疲软，17年2季度公司净利润环比的3%增长难能可贵。在中国会计准则下净利润增长147%至243亿人民币。由于煤价上涨、销量上升以及单位成本下降，煤炭业务对盈利增长的贡献最大。17年下半年，我们预测电力业务走强将缓解煤炭业务趋弱的负面影响。鉴于2017年净资产收益率达到13.8%，目前7.8倍2017年预期市盈率的H股估值具备吸引力。维持对H股的买入评级。

支撑评级的要点

- 业绩强劲主要是因为平均实现煤价同比大涨57%、销量同比增长18%推动煤炭业务经营利润同比增长373%。公司自产煤单位生产成本削减4%，这在与同业的对比下格外显得成果斐然。此外，煤炭业务贡献利润的占比上升也使得税率由16年上半年的24%下降至17年上半年的19%。
- 公司将总售电量目标上调6.7%至2,290亿千瓦时，以反映今年强劲的火电需求。尽管17年上半年发电业务表现最差，但由于下半年煤价下降和上网电价上升，我们预测其盈利能力将有所改善。
- 公司正想办法恢复宝日希勒和哈尔乌素煤矿的生产。我们认为这两个煤矿在下半年一直停产的可能性不大，尤其是宝日希勒煤矿承担着为东北地区提供冬季供暖的职责。由于我们在预测中使用了公司给出的最保守的煤炭销量估计，我们的盈利预测仍存在上调空间。

评级面临的主要风险

- 煤价大跌。
- 电厂利用小时数大幅下滑。

估值

- 我们仍基于1.2倍2017年预期市净率来对H股估值，根据业绩调整模型后，我们将目标价由21.27港币略微下调至21.25。维持**买入**评级。
- A股方面，我们仍基于1.4倍2017年预期市净率来对其估值，维持20.69人民币的目标价。维持**持有**评级。

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	215,841	208,432	208,905
变动(%)	(30)	3	18	(3)	0
净利润(人民币百万)	16,144	22,712	40,620	35,420	36,620
全面摊薄每股收益(人民币)	0.812	1.142	2.042	1.781	1.841
变动(%)	(56.9)	40.7	78.8	(12.8)	3.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.636	1.602	1.763
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.042	1.880	1.942
调整幅度(%)	-	-	0.0	(5.3)	(5.2)
核心每股收益(人民币)	0.976	1.236	2.042	1.781	1.841
变动(%)	(48.1)	26.6	65.2	(12.8)	3.4
全面摊薄市盈率(倍)	27.5	19.5	10.9	12.5	12.1
核心市盈率(倍)	22.8	18.0	10.9	12.5	12.1
每股现金流量(人民币)	3.07	4.37	3.65	4.04	4.03
价格/每股现金流量(倍)	7.3	5.1	6.1	5.5	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.5	7.9	6.0	6.0	5.8
每股股息(人民币)	0.320	0.460	0.817	0.712	0.736
股息率(%)	1.4	2.1	3.7	3.2	3.3

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	62.2	4.5	23.5	72.6
相对恒生中国企业指数	41.5	(1.0)	16.3	53.9

发行股数(百万)	19,890
流通股(%)	17
流通股市值(港币百万)	389,844
3个月日均交易额(港币百万)	471
净负债比率(%) (2017E)	10
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8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	215,841	208,432	208,905
变动(%)	(30)	3	18	(3)	0
净利润(人民币百万)	17,650	24,910	42,603	37,403	38,603
全面摊薄每股收益(人民币)	0.887	1.252	2.142	1.881	1.941
变动(%)	(55.1)	41.1	71.0	(12.2)	3.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.866	1.702	1.733
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.152	1.991	2.052
调整幅度(%)	-	-	(0.5)	(5.5)	(5.4)
核心每股收益(人民币)	1.052	1.347	2.142	1.881	1.941
变动(%)	(46.8)	28.0	59.0	(12.2)	3.2
全面摊薄市盈率(倍)	18.8	13.3	7.8	8.9	8.6
核心市盈率(倍)	15.8	12.4	7.8	8.9	8.6
每股现金流量(人民币)	3.06	4.37	4.09	3.88	3.91
价格/每股现金流量(倍)	5.5	3.8	4.1	4.3	4.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.2	6.3	4.8	4.8	4.6
每股股息(人民币)	0.320	2.970	0.817	0.712	0.736
股息率(%)	1.9	17.8	4.9	4.3	4.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

神华和国电合并细节最终落地
1. 重组后神华集团将成为母公司

中国神华母公司神华集团和国电集团的合并最终通过了国资委审批。根据中国神华的公告, 神华集团将改名为国家能源投资集团(NEIG)。与国电集团合并后, NEIG 将成为合并实体的母公司。

2. 中国神华计划与国电电力共同成立合资公司

中国神华计划与国电电力(600795 CH/人民币 3.49, 未有评级)共同成立合资公司, 并注入两者的火电资产。根据计划, 神华将把 15 家火电公司和 3 家联营公司的权益注入合资公司, 而国电电力将注入 19 家火电公司和 3 家联营公司。由于国电电力注入资产的装机容量和资产总值更高, 因而其持有合资公司的控股权。

据我们所知, 把相关电力资产归入合资公司的举措是为了避免同业竞争。国电电力将把所有电厂资产注入合资公司, 而中国神华有所不同。中国神华仅会注入装机容量 32,470 兆瓦的电厂资产, 相当于截至 2017 年中期公司 56,408 兆瓦总装机容量的 57.6%。神华需要注入的电厂, 均位于国电亦有电厂运营的地区。通过将为与同地区的电厂归入单一公司, 集团内部的竞争将得以避免。

由于两家公司执行该交易都需要获得股东批准, 该计划最终能否实现尚未可知。我们预计该交易对盈利的影响不大。

图表 1. 合并资产简化对比

	中国神华	国电电力
截至 2017 年 6 月 30 日初步评估价值(人民币十亿)	29.27	37.37
17 年上半年目标资产营收(人民币十亿)	21.64	26.67
17 年上半年目标资产净利润(人民币百万)	722.8	742.8

资料来源: 公司数据

图表 2. 拟注入资产对比

	权益 (%)	装机容量 (兆瓦)	在建装机容量 (兆瓦)
太仓发电	50.0	1,260	
陈家港发电	55.0	1,320	
徐州发电	100.0	2,000	
国华呼伦贝尔	80.0	1,200	
宁夏国华宁东	100.0	660	
神华国华宁东	56.8	-	1,320
浙能发电	60.0	4,490	
舟山发电	51.0	910	
余姚燃气发电	80.0	780	
神华国华国际	70.0	7,440	
神皖能源	51.0	4,600	1,320
保德神东	92.0	270	
神东山西河曲	80.0	700	
新疆准东五彩湾	100.0	700	1,320
萨拉齐电厂		600	
上湾热电厂		300	
新疆米东热电厂		600	
浙能嘉华	20.0	4,640	
神华注入总资产		32,470	3,960
国电注入总资产		34,288	7,560

资料来源:公司数据

图表 3. 拟注入资产对比 (接上)

	2016				2017E			
	总资产 (人民币百 万)	总权益 (人民币百 万)	经营利润 (人民币百 万)	净利润 (人民币百 万)	总资产 (人民币百 万)	总权益 (人民币百 万)	经营利润 (人民币百 万)	净利润 (人民币百 万)
太仓发电	3,444.9	3,002.0	2,001.6	287.8	3,216.0	2,741.5	1,135.8	112.6
陈家港发电	5,548.9	1,597.6	2,040.6	202.1	5,380.5	1,660.9	1,076.8	63.2
徐州发电	5,982.4	2,499.2	3,173.5	209.6	5,851.2	2,510.5	1,617.9	0.1
国华呼伦贝尔	3,484.2	1,043.5	979.9	68.6	3,374.2	1,090.3	484.0	46.8
宁夏国华宁东	4,741.4	374.4	641.8	3.6	4,289.7	321.8	311.8	(52.6)
神华国华宁东	2,740.4	387.4	-	(12.6)	3,310.3	383.0	-	(4.4)
浙能发电	11,615.5	5,529.3	6,475.7	1,033.7	11,784.5	5,878.5	3,255.2	349.2
舟山发电	2,816.3	947.6	1,432.1	103.5	2,808.6	977.3	782.0	29.7
余姚燃气发电	1,134.2	(10.3)	948.7	24.3	1,194.9	56.1	511.2	66.4
神华国华国际	20,477.6	10,704.2	9,794.4	467.1	19,241.2	10,700.8	4,797.1	(3.4)
神皖能源	13,437.4	8,114.7	6,323.8	885.9	13,099.0	8,222.7	3,244.7	108.0
保德神东	831.2	221.9	214.7	(39.9)	838.0	178.8	120.6	(43.1)
神东山西河曲	2,704.4	591.4	540.4	36.2	2,749.8	557.2	296.0	(34.2)
新疆准东五彩湾	2,604.0	1,355.8	413.1	2.2	2,688.1	1,444.5	229.5	8.8
萨拉齐电厂	2,214.1	2,021.0	404.7	(79.3)	2,212.0	1,930.5	186.8	(90.5)
上湾热电厂	1,038.7	537.1	331.5	30.4	1,033.5	562.2	173.0	25.1
新疆米东热电厂	2,011.7	1,928.4	368.2	(31.6)	1,988.7	1,890.5	196.5	2.1
浙能嘉华	11,544.2	5,437.1	6,751.9	984.1	11,023.9	5,575.8	3,222.7	138.8
神华注入总资产	98,371.5	46,282.1	42,836.8	4,175.8	96,083.9	46,683.0	21,641.8	722.8
国电注入总资产	106,054.1	47,163.4	53,190.6	5,935.0	104,277.7	45,300.0	26,666.6	742.8

资料来源:公司数据

图表 4. 2017 年公司目标变动

	2017 年目标(之前)	2017 年目标(目前)
商品煤产量(百万吨)	298	278
煤炭销量(百万吨)	407	396
总售电量(十亿千瓦时)	215	229

资料来源:公司数据

图表 5. 主要预测变动

年结日: 12月31日	原预测			新预测		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
煤炭分部						
商品煤产量(百万吨)	278.9	300.3	300.3	278.0	300.3	300.3
销量(百万吨)						
内销						
自产煤和外购煤	384.8	396.3	396.3	375.6	387.1	387.1
直达(沿铁路线)	128.1	132.7	132.7	142.2	146.8	146.8
下水(FOB)	256.7	263.6	263.6	233.4	240.3	240.3
国内煤交易	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6
进口煤	0.2	0.2	0.2	1.0	1.0	1.0
总内销量	396.6	408.1	408.1	388.2	399.7	399.7
外销						
海外煤炭销售	5.5	5.5	5.5	5.4	5.5	5.5
EMM 印尼	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9
转口贸易	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
总销量	405.4	416.9	416.9	396.0	407.5	407.5
平均售价(人民币/吨)						
内销						
自产煤和外购煤	401	371	371	412	370	370
直达(沿铁路线)	281	260	260	297	267	267
下水(FOB)	461	427	427	481	433	433
国内煤交易	428	385	385	406	365	365
进口煤	524	471	471	565	508	508
总内销量	402	372	372	412	370	370
外销						
海外煤炭销售	514	462	462	389	349	349
海外煤炭销售	348	312	312	362	323	323
EMM 印尼	122	110	110	90	81	81
转口贸易	463	417	417	498	447	447
总销量	402	372	372	411	369	369
自产煤单位成本(人民币/吨)	110	106	106	111	106	106
发电业务						
发电量(十亿千瓦时)	237	231	231	244	238	238
售电量(十亿千瓦时)	221	216	212	229	223	220
平均上网电价(人民币/兆瓦时)	304	310	314	306	312	315
铁路业务						
运输量(十亿吨-公里)						
自有铁路	261	271	281	265	282	292
国有铁路	22	27	27	30	37	37
总计	283	297	307	296	319	329

资料来源:公司数据

图表 6. 业绩摘要 (H 股)

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	1H16	1H17	同比%
煤炭业务收入	39,816	75,515	90
发电业务收入	32,418	35,886	11
运输业务收入	2,020	2,950	46
煤化工业务收入	1,707	2,717	59
其他收入	2,762	3,450	25
总营收	78,723	120,518	53
从第三方购买煤炭	(6,925)	(22,848)	230
原材料, 燃料和电力	(8,137)	(9,181)	13
薪酬费用	(5,652)	(6,356)	12
折旧和摊销	(10,593)	(10,765)	2
维护	(4,191)	(5,010)	20
运输费用	(4,687)	(7,222)	54
税收及附加	(2,912)	(4,870)	67
其他营收成本	(9,538)	(11,363)	19
经营利润	26,088	42,903	64
销售, 管理及一般性费用	(4,116)	(4,219)	3
其他经营费用净值	(152)	558	NA
其他收入	694	525	(24)
其他费用	(266)	(143)	(46)
利息收入	174	479	175
财务成本	(2,946)	(2,331)	(21)
归属联营公司	35	223	537
税前利润	19,511	37,995	95
税收	(4,701)	(7,156)	52
税后利润	14,810	30,839	108
少数股东权益	(3,983)	(4,541)	14
归属利润	10,827	26,298	143
基础每股收益 (人民币)	0.544	1.322	143

资料来源: 公司数据

图表 7. 业绩摘要 (A 股)

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	1H16	1H17	同比%
销售收入	78,723	120,518	53
运营成本	(46,623)	(69,921)	50
营业税及附加	(2,912)	(4,870)	67
销售费用	(253)	(285)	13
管理费用	(8,054)	(8,944)	11
财务费用	(2,799)	(2,039)	(27)
减值亏损	(5)	(386)	7,620
公允价值变动	11	(1)	NA
联营公司收入	35	223	537
其他投资收入	17	794	4,571
经营利润	18,140	35,089	93
非经营收入	705	867	23
非经营费用	(425)	(147)	(65)
税前利润	18,420	35,809	94
所得税	(4,743)	(7,241)	53
税后利润	13,677	28,568	109
少数股东权益	(3,849)	(4,253)	10
净利润	9,828	24,315	147
每股收益 (人民币)	0.494	1.222	147

资料来源: 公司数据

图表 8. 经营利润构成 (H 股)

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	1H16	1H17	同比%
煤炭	5,155	24,378	373
发电	8,167	3,237	(60)
铁路	7,657	8,409	10
港口	1,169	1,329	14
船运	72	270	275
煤化工	(127)	319	NA
企业, 其他及抵扣	3,995	4,961	24
总计	26,088	42,903	64

资料来源: 公司数据

图表 9. 经营数据

	1H16	1H17	同比%
煤炭分部			
煤炭产量 (百万吨)			
神东煤炭集团	90.8	94.9	5
准格尔能源	31.9	32.2	1
北电胜利能源	6.1	8.3	36
宝日希勒	9.6	15	56
包头能源	0.4	0.4	-
印尼煤电	0.9	0.9	-
合计	139.7	151.7	9
销量 (百万 吨)			
直销			
自产煤和外购煤			
直达	69.9	78.9	13
下水	111	130.6	18
国内交易	2.2	6.6	200
进口煤	0.1	0.5	400
国内总销量	183.2	216.6	18
其中对自有发电业务	39.1	42.5	9
其中对自有煤化工业务	1.8	2.3	28
出口销售	1.3	1.2	(8)
海外销售	1.8	2.7	50
总销售	186.3	220.5	18
平均售价 (人民币/吨)			
内销			
自产煤和外购煤			
直达	201	306	52
下水	318	497	56
国内交易	128.0	417.0	226
进口煤	366.0	580.0	58
国内总销量	271.0	425.0	57
出口销售	401.0	399.0	(0)
海外销售	179.0	376.0	110
总销售	271.0	425.0	57
单位生产成本	105.1	106.7	2
外购煤单位成本 (人民币/吨)	148.3	362.7	145
单位运输成本	110.7	113.5	3

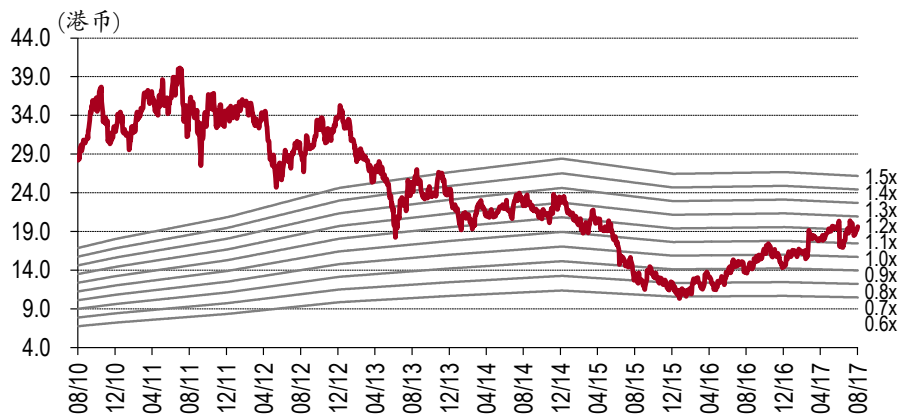
资料来源: 公司数据

(接上) 图表 9. 经营数据

	1H16	1H17	同比%
铁路业务			
运输量(十亿吨-公里)			
自有铁路	119.8	136.4	14
国有铁路	13.2	16.8	27
合计	133	153.2	15
港口业务			
吞吐量(百万吨)			
黄骅港	76.5	91.7	20
天津煤码头	20.4	21.2	4
珠海码头	2.4	0	(100)
外部码头	13	18.9	45
船运业务			
船运业务(百万吨)			
船运业务(百万吨)	36.3	46	27
船运(十亿吨-海里)			
船运(十亿吨-海里)	29	39.9	38
发电业务			
发电量(十亿千瓦时)			
发电量(十亿千瓦时)	111	122	10
售电量(十亿千瓦时)			
售电量(十亿千瓦时)	104	114	10
平均利用小时数			
平均利用小时数	2,051	2,164	6
平均上网电价(人民币/兆瓦时)			
平均上网电价(人民币/兆瓦时)	306	307	0
单位标准耗煤量(克/千瓦时)			
单位标准耗煤量(克/千瓦时)	314	311	(1)
发电单位成本(人民币/千瓦时)			
发电单位成本(人民币/千瓦时)	218	271	24
煤化工业务			
销量(千吨)			
PE	129.6	171.8	33
PP	124.8	170.4	37

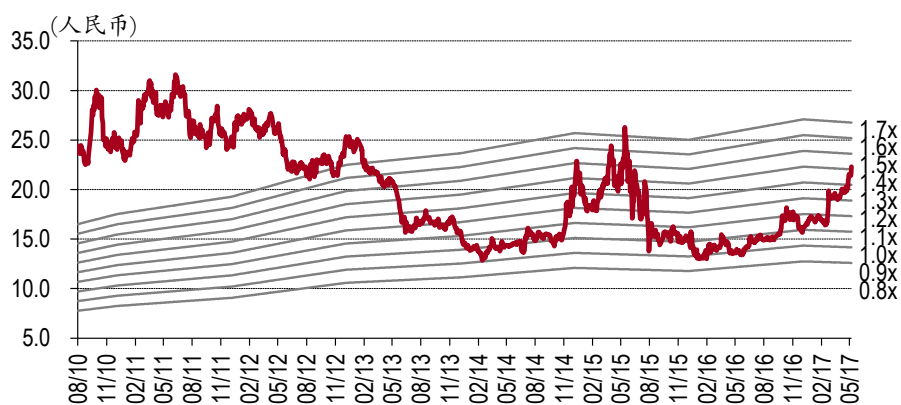
资料来源:公司数据

图表 10. 市净率曲线(H股)



资料来源:中银国际研究

图表 11. 市净率曲线 (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	177,069	183,127	215,841	208,432	208,905
销售成本	(110,427)	(110,769)	(132,328)	(128,373)	(128,461)
经营费用	(1,125)	(1,519)	8,093	9,076	9,721
息税折旧前利润	41,892	46,894	66,371	63,246	63,624
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	91,606	89,134	90,166
净利息收入(费用)	(4,020)	(4,371)	(3,807)	(2,725)	(1,914)
其他收益/(损失)	(4,790)	(3,627)	275	275	275
税前利润	33,082	38,896	62,839	60,796	61,986
所得税	(9,818)	(9,360)	(15,081)	(14,591)	(14,877)
少数股东权益	(7,120)	(6,824)	(7,138)	(10,785)	(10,489)
净利润	16,144	22,712	40,620	35,420	36,620
核心净利润	19,419	24,590	40,620	35,420	36,620
每股收益(人民币)	0.812	1.142	2.042	1.781	1.841
核心每股收益(人民币)	0.976	1.236	2.042	1.781	1.841
每股股息(人民币)	0.320	0.460	0.817	0.712	0.736
收入增长(%)	(30)	3	18	(3)	0
息税前利润增长(%)	(34)	12	42	(5)	1
息税折旧前利润增长(%)	(23)	8	29	(3)	1
每股收益增长(%)	(57)	41	79	(13)	3
核心每股收益增长(%)	(48)	27	65	(13)	3

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	62,839	60,796	61,986
折旧与摊销	23,625	23,945	25,235	25,888	26,542
净利息费用	4,020	4,371	3,807	2,725	1,914
运营资本变动	(3,204)	18,401	(7,042)	2,995	2,302
税金	(9,818)	(9,360)	(9,283)	(12,644)	(13,120)
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	72,620	80,288	80,061
购买固定资产净值	(29,876)	(29,058)	(35,045)	(35,045)	(35,045)
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)	8,554	(36,236)	(35,857)
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)	(16,248)	(14,168)
其他融资现金流	(23,336)	(5,388)	(4,472)	(3,254)	(2,351)
融资活动产生的现金流	(30,318)	(19,243)	(78,651)	(41,473)	(29,815)
现金变动	4,559	3,033	2,524	2,579	14,389
期初现金	43,508	47,850	50,757	53,280	55,859
公司自由现金流	35,485	22,999	81,928	44,820	45,071
权益自由现金流	37,235	9,804	61,682	18,912	28,641

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	53,280	55,859	70,248
应收帐款	23,370	16,179	30,072	29,377	28,366
库存	12,816	13,341	15,079	14,524	14,539
其他流动资产	37,000	53,186	11,002	10,885	10,893
流动资产总计	121,036	133,463	109,434	110,645	124,046
固定资产	352,563	351,709	398,793	413,352	427,303
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	484,741	498,756	512,163
总资产	553,965	571,664	594,175	609,401	636,209
应付帐款	31,517	31,982	41,089	42,716	44,030
短期债务	13,015	32,203	32,374	13,699	3,699
其他流动负债	56,955	48,000	86,966	92,150	97,999
流动负债总计	101,487	112,185	160,430	148,565	145,728
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	274,015	293,187	315,639
股东权益	292,790	312,357	293,905	313,077	335,529
少数股东权益	65,367	67,547	74,685	85,470	95,959
总负债及权益	553,965	571,664	594,175	609,401	636,209
每股帐面价值(人民币)	14.72	15.70	14.78	15.74	16.87
每股有形资产(人民币)	12.92	13.77	12.87	13.86	15.02
每股净负债(现金)(人民币)	2.71	2.78	1.93	0.72	(0.67)

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	42.4	42.8	43.2
息税前利润率(%)	23.7	25.6	30.7	30.3	30.5
税前利润率(%)	18.7	21.2	29.1	29.2	29.7
净利率(%)	9.1	12.4	18.8	17.0	17.5
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	0.7	0.7	0.9
利息覆盖率(倍)	9.1	9.2	14.6	18.1	22.9
净权益负债率(%)	15.1	14.5	10.4	3.6	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	0.6	0.6	0.8
估值					
市盈率(倍)	27.5	19.5	10.9	12.5	12.1
核心业务市盈率(倍)	22.8	18.0	10.9	12.5	12.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.2	16.7	10.1	11.6	11.2
市净率(倍)	1.5	1.4	1.5	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	7.3	5.1	6.1	5.5	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.5	7.9	6.0	6.0	5.8
周转率					
存货周转天数	47.6	43.1	39.2	42.1	41.3
应收帐款周转天数	49.5	39.4	39.1	52.1	50.4
应付帐款周转天数	68.2	63.3	61.8	73.4	75.8
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	13.4	11.7	11.3
资产收益率(%)	5.4	6.3	8.7	8.0	7.8
已运用资本收益率(%)	9.4	10.1	14.2	13.8	13.5

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	215,841	208,432	208,905
销售成本	(92,733)	(103,699)	(120,263)	(114,276)	(114,431)
经营费用	(21,739)	(8,666)	(4,598)	(4,680)	(4,007)
息税折旧前利润	38,607	46,041	65,745	63,587	63,926
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	90,980	89,475	90,468
净利息收入(费用)	(3,865)	(4,337)	(3,807)	(2,725)	(1,914)
其他收益/(损失)	(221)	(451)	446	446	446
税前利润	34,521	41,253	62,384	61,307	62,458
所得税	(9,561)	(9,283)	(12,644)	(13,120)	(13,366)
少数股东权益	(7,310)	(7,060)	(7,138)	(10,785)	(10,489)
净利润	17,650	24,910	42,603	37,403	38,603
核心净利润	20,925	26,788	42,603	37,403	38,603
每股收益(人民币)	0.887	1.252	2.142	1.881	1.941
核心每股收益(人民币)	1.052	1.347	2.142	1.881	1.941
每股股息(人民币)	0.320	2.970	0.817	0.712	0.736
收入增长(%)	(30)	3	18	(3)	0
息税前利润增长(%)	(41)	19	43	(3)	1
息税折旧前利润增长(%)	(28)	13	29	(2)	1
每股收益增长(%)	(55)	41	71	(12)	3
核心每股收益增长(%)	(47)	28	59	(12)	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	62,384	61,307	62,458
折旧与摊销	23,990	24,721	25,235	25,888	26,542
净利息费用	3,865	4,337	3,807	2,725	1,914
运营资本变动	(2,246)	16,812	(832)	(77)	(28)
税金	(10,760)	(8,769)	(9,283)	(12,644)	(13,120)
其他经营现金流	11,415	8,511	133	(2)	(93)
经营活动产生的现金流	60,785	86,865	81,443	77,198	77,673
购买固定资产净值	(29,876)	(29,058)	(35,045)	(35,045)	(35,045)
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)	(1,695)	(35,045)	(35,045)
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)	(16,248)	(14,168)
其他融资现金流	(15,823)	(10,052)	(4,386)	(3,169)	(2,267)
融资活动产生的现金流	(28,535)	(23,472)	(78,565)	(41,388)	(29,731)
现金变动	4,108	2,781	1,183	765	12,897
期初现金	43,508	47,850	50,757	51,941	52,706
公司自由现金流	33,251	26,976	80,502	42,921	43,496
权益自由现金流	29,271	14,216	60,256	17,013	27,065

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	51,941	52,706	65,603
应收帐款	41,019	20,573	24,248	23,416	23,469
库存	12,816	13,341	15,079	14,524	14,539
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	106,710	106,088	119,053
固定资产	372,936	373,005	384,497	395,335	405,520
无形资产	5,140	5,362	5,009	4,656	4,303
其他长期资产	60,679	64,899	65,345	65,791	66,237
长期资产总计	438,755	443,266	454,851	465,782	476,060
总资产	559,791	576,729	561,561	571,870	595,113
应付帐款	33,990	35,156	39,737	38,272	38,313
短期债务	17,810	31,800	31,971	13,296	3,296
其他流动负债	49,687	45,229	48,829	50,203	51,778
流动负债总计	101,487	112,185	120,537	101,771	93,387
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	280,847	302,002	326,437
股东权益	298,068	316,975	300,737	321,892	346,327
少数股东权益	65,853	67,994	75,132	85,917	96,406
总负债及权益	559,791	576,729	561,561	571,870	595,113
每股帐面价值(人民币)	14.99	15.94	15.12	16.18	17.41
每股有形资产(人民币)	14.73	15.67	14.87	15.95	17.20
每股净负债(现金)(人民币)	2.95	2.76	1.98	0.86	(0.46)

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	42.2	42.9	43.3
息税前利润率(%)	21.8	25.1	30.5	30.5	30.6
税前利润率(%)	19.5	22.5	28.9	29.4	29.9
净利率(%)	10.0	13.6	19.7	17.9	18.5
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	0.9	1.0	1.3
利息覆盖率(倍)	8.6	9.1	14.4	18.2	23.0
净权益负债率(%)	16.1	14.2	10.5	4.2	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	0.8	0.9	1.1
估值					
市盈率(倍)	18.8	13.3	7.8	8.9	8.6
核心业务市盈率(倍)	15.8	12.4	7.8	8.9	8.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	17.2	13.4	8.4	9.6	9.3
市净率(倍)	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0
价格/现金流(倍)	5.5	3.8	4.1	4.3	4.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.2	6.3	4.8	4.8	4.6
周转率					
存货周转天数	56.7	46.0	43.1	47.3	46.4
应收帐款周转天数	74.1	61.4	37.9	41.7	41.0
应付帐款周转天数	75.2	68.9	63.3	68.3	66.9
回报率					
股息支付率(%)	36.1	237.1	38.1	37.9	37.9
净资产收益率(%)	5.9	8.1	13.8	12.0	11.6
资产收益率(%)	5.0	6.3	9.2	8.8	8.6
已运用资本收益率(%)	8.4	9.7	13.9	13.6	13.3

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。

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