



股票代码	600188.CH	1171.HK
评级	<b>持有</b>	<b>持有</b>
收盘价	人民币 6.51	港币 5.99
目标价	人民币 6.72	港币 5.37
原目标价	人民币 8.79	港币 8.18
上/下浮比例	+3%	-10%
目标价格基础	13倍14年市净率 0.5倍14年市净率	
板块评级	中立	中立

# 兖州煤业

## 核心盈利仍处于下行趋势

由于成本控制严格，兖州煤业13年下半年盈利环比大幅上升。然而，公司仅计划使14年单位生产成本控制在13年而不是13年下半年水平。成本持平再加上煤价下滑，2014年核心盈利出现下降在所难免。我们将2014-15年H股和A股盈利预测分别下调47-52%和24-29%。重申对A股和H股的持有评级。

### 支撑评级的主要因素

- 由于实行严格的成本控制，13年下半年公司核心盈利环比大增2倍以上。但是，2014年公司仅计划使单位生产成本维持在2013年的同等水平。这说明部分成本控制措施无法得到延续。
- 由于成本持平，煤炭价格成为决定公司盈利能力的主要变量。鉴于国内煤炭市场需求疲软及产能过剩的现状，2014年煤炭价格或维持弱势。今年以来，山东省主要动力煤和半焦煤价格已分别下跌11%和6%。
- 在当前水平上估值不具吸引力。

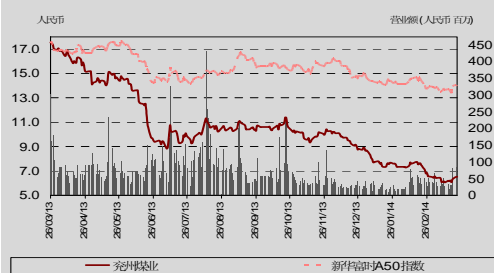
### 评级面临的主要风险

- 煤价大涨。
- 成本控制好于预期。

### 估值

- 我们将目标估值基础由8倍2013年预期市盈率变更为0.5倍2014年预期市净率，因为股价已远远低于帐面价值。因此，我们将目标价由8.18港币下调为5.37港币。
- A股方面，我们将目标价由8.79人民币下调为6.72人民币，仍对应13倍市盈率。

### 股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(26.7)	(8.2)	(28.9)	(65.6)
相对新华富时A50指数	(20.2)	1.4	(24.1)	(44.0)

发行股数(百万)	4,918
流通股(%)	7
流通股市值(人民币百万)	32,019
3个月日均交易额(人民币百万)	34
净负债比率(%) (2014E)	49
主要股东(%)	
兖矿集团	57

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2014年3月24日收市价为标准

### 投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币百万)	59,674	58,727	54,361	56,250	58,045
变动(%)	20	(2)	(7)	3	3
净利润(人民币百万)	5,362	1,271	2,542	2,376	2,164
全面摊薄每股收益(人民币)	1.090	0.258	0.517	0.483	0.440
变动(%)	(37.1)	(76.3)	100.0	(6.5)	(8.9)
市场所预期每股收益(人民币)	-	-	0.466	0.525	0.810
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.676	0.684	-
调整幅度(%)	-	-	(23.6)	(29.4)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.584	0.673	0.517	0.483	0.440
变动(%)	(64.2)	15.4	(23.2)	(6.5)	(8.9)
全面摊薄市盈率(倍)	6.0	25.2	12.6	13.5	14.8
核心市盈率(倍)	11.2	9.7	12.6	13.5	14.8
每股现金流量(人民币)	0.54	0.86	1.92	1.64	1.22
价格/每股现金流量(倍)	12.2	7.6	3.4	4.0	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.8	6.7	6.6	5.5	6.3
每股股息(人民币)	0.360	0.020	0.130	0.120	0.100
股息率(%)	5.5	0.3	2.0	1.8	1.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

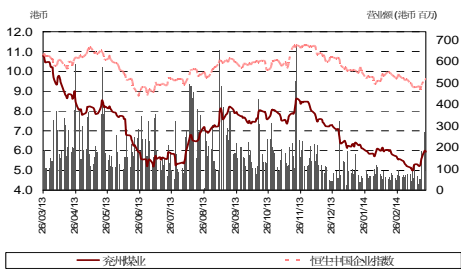
能源：煤炭

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120019

**股价表现 — H 股**


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(15.4)	4.5	(17.7)	(44.4)
相对恒生中国企业指数	(5.0)	5.6	(7.2)	(33.4)

发行股数(百万)	4,918
流通股(%)	36
流通股市值(港币 百万)	29,461
3 个月日均交易额 港币 百万	86
净负债比率(%) (2014E)	49
主要股东(%)	
兖矿集团	57

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以 2014 年 3 月 24 日收市价为标准

**投资摘要 — H 股**

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	58,146	56,402	52,209	54,023	55,748
变动(%)	24	(3)	(7)	3	3
净利润(人民币 百万)	6,066	777	2,100	1,911	1,679
全面摊薄每股收益(人民币)	1.233	0.158	0.427	0.389	0.341
变动(%)	(32.1)	(87.2)	170.2	(9.0)	(12.2)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.383	0.478	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.803	0.820	-
调整幅度(%)	-	-	(46.8)	(52.6)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.727	0.573	0.427	0.389	0.341
变动(%)	(57.5)	(21.1)	(25.5)	(9.0)	(12.2)
全面摊薄市盈率(倍)	3.9	30.3	11.2	12.3	14.0
核心市盈率(倍)	6.6	8.3	11.2	12.3	14.0
每股现金流量(人民币)	1.47	(0.19)	1.60	1.38	1.13
价格/每股现金流量(倍)	3.3	(25.4)	3.0	3.5	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.7	13.6	6.1	5.8	6.8
每股股息(人民币)	0.360	0.020	0.130	0.120	0.100
股息率(%)	7.5	0.4	2.7	2.5	2.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**2013 年 H 股盈利低于预期，但 A 股盈利高于预期**

在国际会计准则下，2013 年兖州煤业净利润同比大降 87% 至 7.77 亿人民币，分别比我们的预测和市场预测低 32% 和 20%。在中国会计准则下，公司盈利同比下滑 76% 至 12.71 亿人民币，约比我们的预测和公司此前的指引高于 1.4 倍。

实际盈利与我们的预测存在较大差距，这是因为在中国会计准则下公司动用了储备来抵消部分成本。但是，这一做法在国际会计准则下并不被认可。因此，公司在中国会计准则下的盈利高于国际会计准则下的盈利，自公司上市以来出现这一情况尚属首次。

盈利大幅下滑主要是因为两项非现金非营亏损的入账，包括澳元对美元贬值导致澳洲分公司约 30 亿美元贷款产生的 16.86 亿人民币兑汇亏损，以及澳洲煤矿采矿权产生的 20.52 亿人民币减值亏损。剔除两项亏损，在国际会计准则下核心每股盈利实际同比下降 21%。

**煤价下跌是导致 2013 年盈利下滑的主要原因**

在国际会计准则下核心盈利下滑主要是因为煤价下跌，总部平均实现煤价同比下跌 15%，其他附属公司平均实现煤价同比下跌 9-21%。这完全抵消了总部单位煤炭生产成本同比 16% 的下降以及大部分其他附属公司 3-26% 的下降。

在中国会计准则下核心利润略有增长，这主要是得益于单位生产成本的降幅扩大（总部同比降 27%，大部分其他附属公司同比降 1-34%），因为公司动用了储备来抵消部分生产成本。

**2014 年核心盈利预计进一步下滑**

公司 2014 年利润取决于公司的成本控制力度。然而，公司仅计划使单位生产成本控制在 2013 年而不是 13 年下半年水平。由于煤价可能维持疲软，同比或有下跌，成本持平说明 2014 年盈利将有所下降。

### 预测和目标价变动

根据业绩调整模型后，我们将2014-15年国际会计准则和中国会计准则下的盈利预测分别下调47-53%和24-29%。我们对平均售价预测的下调幅度大于单位生产成本。

鉴于公司盈利前景平平且估值不具吸引力，我们重申对H股和A股的**持有**评级。

我们将目标估值基础由8倍2013年预期市盈率变更为0.5倍2014年预期市净率，因为股价已远远低于帐面价值。因此，我们将目标价由8.18港币下调为5.37港币。

A股方面，我们将目标价由8.79人民币下调为6.72人民币，仍对应13倍市盈率。

**图表 1.业绩摘要(H股)**

年结日: 12月31日(人民币, 百万)	2012	2013	同比(%)
煤炭销售	56,201	54,445	(3)
铁路服务收入	464	458	(1)
电力销售	324	332	3
甲醇销售	1,118	1,156	3
热能销售	40	11	(72)
净营业收入总额	58,146	56,402	(3)
销售成本	(45,520)	(45,714)	0
毛利润	12,626	10,688	(15)
销售、管理及一般性费用	(7,988)	(10,381)	30
联营公司/合资公司	(50)	(142)	187
其他经营收入	2,930	1,021	(65)
利息费用	(1,449)	(1,766)	22
税前利润	6,070	(580)	(110)
税金	(36)	395	(1,191)
税后利润	6,034	(185)	(103)
少数股东权益	31	963	2,968
净利润	6,066	777	(87)
每股盈利(人民币)	1.233	0.158	(87)
每股股息(人民币)	0.36	0.02	(94)

资料来源: 公司数据

**图表 2. 业绩摘要 (A 股)**

年结日: 12月31日 (人民币, 百万)	2012	2013	同比(%)
主营业务收入	59,674	58,727	(2)
主营业务成本	(45,486)	(45,611)	0
销售税及附加	(636)	(576)	(9)
主营业务利润	13,552	12,539	(7)
销售费用	(3,245)	(2,991)	(8)
管理费用	(4,962)	(3,996)	(19)
财务费用	(460)	(3,204)	597
减值亏损	(811)	(2,110)	160
公允价值变动收入或亏损	(103)	(277)	169
投资收入	(48)	(71)	47
经营利润	3,923	(110)	(103)
营业外收入	1,415	295	(79)
营业外费用	(53)	(55)	3
总利润	5,285	130	(98)
所得税	111	169	52
少数股东权益	(33)	972	(3,042)
净利润	5,362	1,271	(76)
每股盈利(人民币)	1.090	0.258	(76)
每股股息(人民币)	0.36	0.02	(94)

资料来源: 公司数据

**图表 3. 销量**

	2012	2013	同比(%)
<b>原煤产量(百万吨)</b>			
总部	34.29	35.88	5
山西能化	1.36	1.53	12
菏泽能化	2.70	2.87	6
鄂尔多斯能化	6.86	6.32	(8)
兖煤澳洲	19.32	21.11	9
兖煤国际	3.28	6.09	86
<b>合计</b>	<b>67.81</b>	<b>73.80</b>	<b>9</b>
<b>可售煤产量(百万吨)</b>			
总部	34.22	35.81	5
山西能化	1.34	1.51	13
菏泽能化	2.38	2.39	1
鄂尔多斯能化	6.86	6.32	(8)
兖煤澳洲	14.20	15.43	9
兖煤国际	2.94	5.53	88
<b>合计</b>	<b>61.94</b>	<b>67.00</b>	<b>8</b>
<b>销量(百万吨)</b>			
<b>总部</b>			
<b>洁净煤</b>			
1号煤	0.39	0.32	(18)
2号半焦煤	9.04	9.73	8
3号动力煤			
内销	2.53	1.93	(24)
外销	0.01	0.00	(86)
块煤	1.25	1.45	16
<b>洁净煤合计</b>	<b>13.21</b>	<b>13.41</b>	<b>2</b>
筛选煤	14.19	12.69	(11)
混煤及其他	6.54	7.16	10
<b>总部合计</b>	<b>33.94</b>	<b>33.27</b>	<b>(2)</b>
山西能化	1.34	1.48	10
菏泽能化	2.29	2.36	3
2号洁净煤	1.18	1.29	9
混煤及其他	1.11	1.07	(4)
鄂尔多斯能化	6.83	6.35	(7)
兖煤澳洲	14.35	15.62	9
半硬焦煤	0.51	1.36	169
半软焦煤	1.12	1.60	42
喷吹煤	2.06	3.27	59
动力煤	10.66	9.39	(12)
兖煤国际	2.97	5.53	86
外购煤	32.42	39.40	22
<b>合计</b>	<b>94.15</b>	<b>104.00</b>	<b>10</b>

资料来源: 公司数据

**续 图表 3. 销量**

	2012	2013	同比(%)
平均售价(人民币/吨)			
<b>洁净煤</b>			
1号煤	918.0	764.7	(17)
2号半焦煤	889.1	740.0	(17)
3号动力煤			
内销	719.1	590.8	(18)
外销	1,005.4	941.8	(6)
块煤	894.0	669.6	(25)
筛选煤	507.1	461.6	(9)
混煤及其他	377.9	333.5	(12)
总部平均	627.0	534.8	(15)
总部平均	349.6	282.2	(19)
荷泽能化	725.4	608.6	(16)
2号洁净煤	1,043.3	848.9	(19)
混煤及其他	386.1	317.1	(18)
鄂尔多斯能化	237.3	188.4	(21)
兖煤澳洲	647.8	573.6	(11)
半硬焦煤	745.1	656.8	(12)
半软焦煤	932.4	703.5	(25)
喷吹煤	932.8	704.0	(25)
动力煤	558.3	494.1	(11)
兖煤国际	335.4	304.4	(9)
外购煤	665.8	582.8	(12)
总体	604.3	523.5	(13)

资料来源: 公司数据

**图表 4. 单位煤炭生产成本 (H 股)**

	2012	2013	同比(%)
销售成本(人民币/吨)			
总部	314.4	263.7	(16)
山西能化	310.0	228.7	(26)
荷泽能化	548.4	464.0	(15)
鄂尔多斯能化	168.3	157.8	(6)
兖煤澳洲	448.1	434.1	(3)
兖煤国际	232.7	262.4	13
外购煤	663.9	579.6	(13)

资料来源: 公司数据

**图表 5. 单位煤炭生产成本 (A 股)**

	2012	2013	同比(%)
销售成本(人民币/吨)			
总部	322.5	236.2	(27)
山西能化	322.9	213.0	(34)
荷泽能化	574.9	468.1	(19)
鄂尔多斯能化	194.0	178.5	(8)
兖煤澳洲	438.1	434.1	(1)
兖煤国际	217.6	262.4	21
外购煤	663.9	579.6	(13)

资料来源: 公司数据

**图表 6. 资本支出计划**

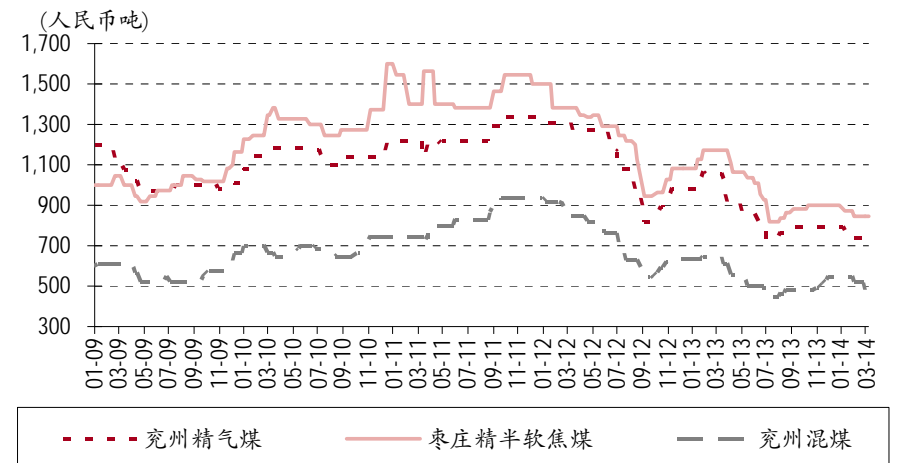
年结日:12月31日(人民币, 百万)	2013	2014E	同比(%)
总部	2,150	2,170	1
山西能化	50	124	148
榆林能化	26	94	262
鄂尔多斯能化	3,118	2,863	(8)
兖煤澳洲	1,343	2,183	63
兖煤国际	529	295	(44)
菏泽能化	1,123	862	(23)
华聚能源	39	94	140
昊盛公司	766	730	(5)
<b>总计</b>	<b>9,144</b>	<b>9,414</b>	<b>3</b>

资料来源: 公司数据

**图表 7. 目标销量**

年结日:12月31日(百万吨)	2013	2014E	同比(%)
总部	33.27	35.85	8
山西能化	1.48	1.20	(19)
菏泽能化	2.54	3.00	18
鄂尔多斯能化	6.35	7.70	21
兖煤澳洲	15.62	15.30	(2)
兖煤国际	5.53	6.20	12
外购煤	39.40	36.00	(9)
<b>总计</b>	<b>104.18</b>	<b>105.25</b>	<b>1</b>
<b>总计- 自产煤</b>	<b>64.78</b>	<b>69.25</b>	<b>7</b>

资料来源: 公司数据

**图表 8. 山东省主要煤炭价格**


资料来源: 中国煤炭资源网

**图表 9. 主要预测变动**

年结日: 12月31日	原预测		新预测	
	2014E	2015E	2014E	2015E
<b>销量(百万吨)</b>				
总部	34.80	34.80	35.85	35.85
山西能化	1.20	1.20	1.20	1.51
菏泽能化	2.00	2.00	3.00	3.00
兖煤澳洲	20.58	26.96	15.30	15.62
兖煤国际	6.40	6.40	6.20	6.40
鄂尔多斯能化	9.90	17.40	7.70	17.40
外购煤	25.00	25.00	36.00	36.00
合计	<b>99.88</b>	<b>113.76</b>	<b>105.25</b>	<b>115.78</b>
<b>平均售价(人民币/吨)</b>				
总部	468	468	477	477
山西能化	300	300	281	281
菏泽能化	553	553	545	545
兖煤澳洲	598	595	586	576
兖煤国际	308	305	303	305
鄂尔多斯能化	149	149	165	165
外购煤	525	525	536	536
总体平均	506	460	548	514
<b>单位生产成本(人民币/吨)</b>				
总部	270	270	254	254
山西能化	131	131	229	229
菏泽能化	468	477	464	473
兖煤澳洲	339	339	434	425
兖煤国际	177	180	262	259
鄂尔多斯能化	124	124	158	158
外购煤	520	520	531	531
总体平均	339	319	398	375

资料来源: 中银国际研究预测

**损益表 - A股(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	59,674	58,727	54,361	56,250	58,045
销售成本	(45,486)	(45,611)	(42,316)	(43,961)	(45,679)
经营费用	(4,028)	(3,183)	(3,576)	(3,909)	(5,297)
息税折旧前利润	5,345	5,552	3,958	3,676	3,382
折旧及摊销	(4,814)	(4,381)	(4,512)	(4,705)	(3,688)
经营利润(息税前利润)	10,159	9,932	8,470	8,380	7,070
净利息收入(费用)	(1,174)	(4,890)	(940)	(845)	(812)
其他收益/(损失)	1,113	(531)	510	461	419
税前利润	5,285	130	3,528	3,291	2,989
所得税	111	169	(1,005)	(938)	(852)
少数股东权益	(33)	972	20	22	27
净利润	5,362	1,271	2,542	2,376	2,164
核心净利润	2,870	3,312	2,542	2,376	2,164
每股收益(人民币)	1.090	0.258	0.517	0.483	0.440
核心每股收益(人民币)	0.584	0.673	0.517	0.483	0.440
每股股息(人民币)	0.360	0.020	0.130	0.120	0.100
收入增长(%)	20	(2)	(7)	3	3
息税前利润增长(%)	(57)	4	(29)	(7)	(8)
息税折旧前利润增长(%)	(35)	(2)	(15)	(1)	(16)
每股收益增长(%)	(37)	(76)	100	(7)	(9)
核心每股收益增长(%)	(64)	15	(23)	(7)	(9)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	5,285	130	3,528	3,291	2,989
折旧与摊销	4,814	4,381	4,512	4,705	3,688
净利息费用	1,174	4,890	940	845	812
运营资本变动	(1,794)	(6,875)	2,650	1,221	(107)
税金	111	169	(693)	(630)	(550)
其他经营现金流	(6,955)	1,512	(1,478)	(1,384)	(812)
经营活动产生的现金流	2,634	4,206	9,459	8,049	6,019
购买固定资产净值	(7,582)	(10,507)	(9,414)	(3,280)	(3,280)
投资减少/增加	(1,860)	(620)	0	0	0
其他投资现金流	4,761	(1,161)	(1,446)	0	0
投资活动产生的现金流	(4,682)	(12,288)	(10,860)	(3,280)	(3,280)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	3,903	15,042	2,420	(5,022)	(22)
支付股息	(2,803)	(1,771)	(98)	(639)	(590)
其他融资现金流	(1,174)	(5,349)	(1,413)	0	0
融资活动产生的现金流	(75)	7,923	909	(5,661)	(612)
现金变动	(2,123)	(158)	(492)	(892)	2,127
期初现金	18,106	16,094	15,510	15,019	14,127
公司自由现金流	(1,326)	(7,592)	(804)	5,241	3,172
权益自由现金流	680	2,071	79	(1,098)	1,905

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	16,094	15,510	15,019	14,127	16,254
应收帐款	926	1,461	1,353	1,400	1,444
库存	1,566	1,597	1,474	1,533	1,594
其他流动资产	14,011	12,767	8,794	9,037	9,269
流动资产总计	32,597	31,336	26,639	26,097	28,562
固定资产	42,016	55,577	61,702	61,499	61,110
无形资产	32,369	25,170	24,759	24,322	24,302
其他长期资产	13,769	13,617	13,620	13,621	13,083
长期资产总计	88,153	94,364	100,082	99,442	98,495
总资产	120,751	125,699	126,721	125,539	127,057
应付帐款	3,005	2,449	4,305	5,876	6,105
短期债务	10,665	7,215	10,044	44	44
其他流动负债	14,626	19,002	13,295	13,456	12,931
流动负债总计	28,295	28,665	27,643	19,376	19,081
长期借款	33,081	42,075	30,015	29,668	29,529
其他长期负债	11,756	12,402	26,704	32,373	32,681
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	39,449	34,062	35,296	37,082	38,755
股东权益	44,367	38,980	40,215	42,000	43,673
少数股东权益	3,251	3,577	2,143	2,121	2,093
总负债及权益	120,751	125,699	126,721	125,539	127,057
每股帐面价值(人民币)	9.02	7.93	8.18	8.54	8.88
每股有形资产(人民币)	2.44	2.81	3.14	3.59	3.94
每股净负债(现金)(人民币)	5.62	6.87	5.09	3.17	2.71

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	17.0	16.9	15.6	14.9	12.2
息税前利润率(%)	9.0	9.5	7.3	6.5	5.8
税前利润率(%)	8.9	0.2	6.5	5.9	5.1
净利率(%)	9.0	2.2	4.7	4.2	3.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.1	1.0	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	2.8	1.0	2.6	2.8	2.7
净权益负债率(%)	58.1	79.4	59.1	35.3	29.1
速动比率(倍)	1.1	1.0	0.9	1.3	1.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	6.0	25.2	12.6	13.5	14.8
核心业务市盈率(倍)	11.2	9.7	12.6	13.5	14.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.5	10.0	13.0	13.9	15.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	12.2	7.6	3.4	4.0	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.8	6.7	6.6	5.5	6.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	11.9	12.7	13.2	12.5	12.5
应收帐款周转天数	5.3	7.4	9.4	8.9	8.9
应付帐款周转天数	15.5	16.9	22.7	33.0	37.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	33.0	7.7	25.2	24.8	22.7
净资产收益率(%)	12.4	3.1	6.4	5.8	5.1
资产收益率(%)	4.9	4.5	2.2	2.1	1.9
已运用资本收益率(%)	7.1	6.6	5.2	5.3	5.1

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	58,146	56,402	52,209	54,023	55,748
销售成本	(45,520)	(45,714)	(42,397)	(44,019)	(45,692)
经营费用	(3,972)	(5,912)	(2,202)	(2,503)	(3,878)
息税折旧前利润	4,638	307	3,098	2,797	2,489
折旧及摊销	(4,015)	(4,469)	(4,512)	(4,705)	(3,688)
经营利润(息税前利润)	8,654	4,776	7,610	7,502	6,177
净利息收入(费用)	(726)	(1,276)	(940)	(845)	(812)
其他收益/(损失)	2,159	389	616	567	525
税前利润	6,070	(580)	2,774	2,518	2,202
所得税	(36)	395	(693)	(630)	(550)
少数股东权益	31	963	20	22	27
净利润	6,066	777	2,100	1,911	1,679
核心净利润	3,574	2,818	2,100	1,911	1,679
每股收益(人民币)	1.233	0.158	0.427	0.389	0.341
核心每股收益(人民币)	0.727	0.573	0.427	0.389	0.341
每股股息(人民币)	0.360	0.020	0.130	0.120	0.100
收入增长(%)	24	(3)	(7)	3	3
息税前利润增长(%)	(62)	(93)	909	(10)	(11)
息税折旧前利润增长(%)	(43)	(45)	59	(1)	(18)
每股收益增长(%)	(32)	(87)	170	(9)	(12)
核心每股收益增长(%)	(58)	(21)	(25)	(9)	(12)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	6,070	(580)	2,774	2,518	2,202
折旧与摊销	4,015	4,469	4,512	4,705	3,688
净利息费用	726	1,276	940	845	812
运营资本变动	712	(7,641)	588	(248)	(232)
税金	(2,685)	(1,756)	(693)	(630)	(550)
其他经营现金流	(1,609)	3,308	(270)	(391)	(347)
经营活动产生的现金流	7,230	(925)	7,851	6,800	5,572
购买固定资产净值	(8,139)	(12,092)	(9,414)	(3,280)	(3,280)
投资减少/增加	(583)	76	0	0	0
其他投资现金流	(700)	(373)	(1,446)	0	0
投资活动产生的现金流	(9,423)	(12,389)	(10,860)	(3,280)	(3,280)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	3,981	15,042	2,420	(5,022)	(22)
支付股息	(2,803)	(1,771)	(98)	(639)	(590)
其他融资现金流	(711)	(1,201)	(2,354)	(675)	(644)
融资活动产生的现金流	466	12,071	(33)	(6,337)	(1,256)
现金变动	(1,727)	(1,243)	(3,041)	(2,816)	1,035
期初现金	17,710	16,094	15,475	12,435	9,619
公司自由现金流	(1,470)	(12,824)	(2,412)	3,992	2,725
权益自由现金流	1,062	452	(1,529)	(2,347)	1,458

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	16,094	15,475	12,435	9,619	10,655
应收帐款	7,460	9,020	8,349	8,639	8,915
库存	1,566	1,589	1,474	1,533	1,594
其他流动资产	4,714	5,440	5,440	5,440	5,440
流动资产总计	29,833	31,524	27,698	25,231	26,605
固定资产	39,503	41,897	48,022	47,819	47,430
无形资产	36,208	40,717	39,021	37,299	35,994
其他长期资产	16,620	13,320	13,627	13,934	14,241
长期资产总计	92,332	95,934	100,671	99,052	97,665
总资产	122,165	127,458	128,369	124,283	124,270
应付帐款	6,812	2,717	2,519	2,621	2,726
短期债务	8,112	11,714	10,044	44	44
其他流动负债	13,699	14,385	34,289	34,199	33,159
流动负债总计	28,623	28,816	46,852	36,864	35,928
长期借款	33,284	44,100	24,993	29,646	29,507
其他长期负债	11,538	10,556	10,556	10,556	10,556
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	40,612	35,460	37,462	38,734	39,822
股东权益	45,530	40,379	42,381	43,652	44,741
少数股东权益	3,190	3,607	3,587	3,565	3,537
总负债及权益	122,165	127,458	128,369	124,283	124,270
每股帐面价值(人民币)	9.26	8.21	8.62	8.88	9.10
每股有形资产(人民币)	1.90	(0.07)	0.68	1.29	1.78
每股净负债/(现金)(人民币)	5.14	8.20	4.60	4.08	3.84

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.9	8.5	14.6	13.9	11.1
息税前利润率(%)	8.0	0.5	5.9	5.2	4.5
税前利润率(%)	10.4	(1.0)	5.3	4.7	3.9
净利率(%)	10.4	1.4	4.0	3.5	3.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.0	1.1	0.6	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	3.2	0.2	2.0	2.1	2.0
净权益负债率(%)	51.9	91.7	49.2	42.5	39.1
速动比率(倍)	1.0	1.0	0.6	0.6	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	3.9	30.3	11.2	12.3	14.0
核心业务市盈率(倍)	6.6	8.3	11.2	12.3	14.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	5.9	7.5	10.0	11.0	12.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
价格/现金流(倍)	3.3	(25.4)	3.0	3.5	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.7	13.6	6.1	5.8	6.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	11.9	12.6	13.2	12.5	12.5
应收帐款周转天数	46.4	53.3	60.7	57.4	57.5
应付帐款周转天数	28.4	30.8	18.3	17.4	17.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	29.2	12.7	30.4	30.9	29.3
净资产收益率(%)	13.8	1.8	5.1	4.4	3.8
资产收益率(%)	4.2	0.2	1.8	1.7	1.5
已运用资本收益率(%)	6.4	0.8	4.1	4.1	3.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
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) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371