



股票代码	600188.CH	1171.HK
评级	持有	卖出
原评级	持有	持有
收盘价	人民币 10.27	港币 3.96
目标价	人民币 6.36	港币 3.33
原目标价	人民币 6.68	港币 2.86
上/下浮比例	-38%	-16%
目标价格基础	1倍16年市净率	0.4倍16年市净率
板块评级	中立	中立

兖州煤业

估值缺少吸引力

2015年兖州煤业的净利润同比下滑79%至1.64亿人民币，好于我们预测的净亏损3.84亿人民币，主要是因为融资成本低于预期。公司预计在整体煤炭市场较为低迷的环境下，煤炭生产成本将继续下降，我们将2016-17年净亏损预测下调58-80%。但是，由于H股近期大涨，当前的估值已经很高。因此，我们将H股评级下调为卖出，但调高了目标价。

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8.7	(2.1)	6.4	(34.3)
相对新华富时A50指数	18.8	17.6	17.1	(13.7)

发行股数(百万)	4,918
流通股(%)	7
流通股市值(人民币百万)	50,512
3个月日均交易额(人民币百万)	154
净负债比率(%) (2016E)	119
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2016年3月30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

*盛博为本报告重要贡献者

本研究报告是《Yanzhou Coal—Valuation not attractive》的中文译本，英文原稿已于2016年3月30日出版

支撑评级的主要因素

- 我们看好公司在低迷的煤炭市场环境下所采取的各种成本控制措施。但是，由于去年煤炭价格大跌，即使单位煤炭生产成本还能继续下降20-30元/吨，但2016年公司想要继续盈利仍然非常困难。
- 由于2015年人民币走软，公司的美元贷款产生了41亿人民币的汇兑差额。虽然这对盈利没有任何影响，但是账面价值缩水9%。
- 受煤炭反弹和煤炭行业供给侧改革的影响，春节过后兖州煤业的H股股价已上涨31%。但是，山东省的煤炭价格因为库存量很高而并未反弹。鉴于16年预计净亏损和账面价值缩水，该股当前0.5倍的2016年市净率估值已经较贵。

影响评级的主要风险

- 煤炭经营成本降幅超过预期；
- 山东省煤炭价格高于预期。

估值

- 我们将H股估值基础从0.35倍2016年预期市净率上调为0.4倍，是过去六个月的估值中枢。因此，我们将该股目标价从2.86港币上调至3.33港币。
- A股方面，我们继续以1倍16年预期市净率估值。因此，我们将目标价从6.68人民币下调至6.36人民币。

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币百万)	65,326	69,007	59,794	62,353	65,080
变动(%)	11	6	(13)	4	4
净利润(人民币百万)	2,164	860	(449)	(464)	152
全面摊薄每股收益(人民币)	0.359	0.175	(0.091)	(0.094)	0.031
变动(%)	38.8	(51.3)	(152.3)	(3.3)	N/A
市场所预期每股收益(人民币)	-	0.136	(0.038)	0.022	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	(0.452)	(0.471)	-
调整幅度(%)	-	-	(79.8)	(79.9)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.359	0.175	(0.091)	(0.094)	0.031
变动(%)	(46.7)	(51.3)	(152.3)	(3.3)	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	28.6	58.8	N/M	N/M	332.4
核心市盈率(倍)	28.6	58.8	N/M	N/M	332.4
每股现金流量(人民币)	0.35	0.53	0.71	0.78	0.95
价格/每股现金流量(倍)	29.3	19.3	14.5	13.2	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	13.0	25.1	24.6	21.9
每股股息(人民币)	0.020	0.010	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0

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	9.4	19.3	7.6	(38.1)
相对恒生中国企业指数	16.5	5.9	14.7	(11.1)

发行股数(百万)	4,918
流通股(%)	36
流通股市值(港币 百万)	19,477
3 个月日均交易额 港币 百万	38
净负债比率(%) (2016E)	119
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 2016 年 3 月 30 日收市价为标准

投资摘要 — H 股

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	60,371	36,404	31,543	32,894	34,332
变动(%)	7	(40)	(13)	4	4
净利润(人民币 百万)	766	164	(1,094)	(672)	135
全面摊薄每股收益(人民币)	0.156	0.033	(0.222)	(0.137)	0.028
变动(%)	(1.4)	(78.5)	(765.0)	38.6	N/A
市场预期每股收益(人民币)	-	(0.106)	(0.182)	(0.152)	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	(0.523)	(0.489)	-
调整幅度(%)	-	-	(57.5)	(72.1)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.075	0.033	(0.222)	(0.137)	0.028
变动(%)	(87.0)	(55.2)	(765.0)	38.6	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	21.3	99.4	N/M	N/M	120.8
核心市盈率(倍)	44.5	99.4	N/M	N/M	120.8
每股现金流量(人民币)	1.12	0.46	0.87	0.93	1.08
价格/每股现金流量(倍)	3.0	7.3	3.8	3.6	3.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	14.1	23.1	18.7	14.6
每股股息(人民币)	0.020	0.010	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2015 年净利润高于我们预测

国际会计准则下, 15 年兖州煤业实现净利润 1.645 亿人民币, 同比大幅下滑 78%。中国会计准则下, 净利润同比下滑 60%至 8.595 亿人民币, 比公在 1 月末发布的盈利预警高 7.6%。两种会计准则下净利润的差额主要是由在中国会计准则下使用储备金对冲成本所致。

2015 年国际会计准则下净利润高于我们预期的净亏损 3.84 亿人民币, 主要是因为融资成本低于预期及应占少数股东权益净亏损略高于预期所致。

受煤价与销量双双走低的影响

净利润的大幅下滑主要是因为平均煤价同比大跌 21%及自产煤销量同比下滑 9%。由于煤炭市场低迷, 公司继续采取各种措施来降低生产成本。2015 年, 总部的单位煤炭经营成本同比下降 19%。此外, 一般、销售和管理费用同比降低 6%。所有这些措施都在一定程度上抵消了煤价大跌的负面影响。

融资费用降低令 15 年下半年扭亏为盈

环比来看, 15 年下半年公司从上半年的净亏损 5,100 万人民币一举扭亏为盈, 实现净利润 2.15 亿人民币, 主要是因为净融资费用环比减少 35%。

预计 2016 年录得净亏损

展望未来, 我们预计 2016 年公司将录得净亏损。

由于需求低迷, 2015 年山东省煤价大跌。例如, 山东省兖州市灰分 10%的气精煤平均现货价格同比下跌 23%。由于现价较低, 我们预计 2016 年煤价将继续同比下跌 15%。虽然公司预计每吨生产成本还能降低 20-30 元, 但是这不足以抵消煤价走低带来的负面影响。

从母公司收购万福矿采矿权

兖州煤业将以 12.5 亿人民币的代价向母公司兖矿集团收购万福煤矿 56.52% 的采矿权。

万福煤矿采矿权涉及煤炭资源量约 2.91 亿吨，设计产能 180 万吨，占公司 2015 年原煤产量的 2.6%。目前，该煤矿在建，直到 18 年下半年才能带来贡献。

调整盈利预测和目标价格

基于业绩我们对兖州煤业的一般、销售和管理费用及融资费用预测进行了调整。与此同时，基于煤炭经营成本每吨下降 20-30 元，我们还上调了煤炭业务毛利率预测。总体来看，我们将 2016-17 年净亏损预测下调 58-80%。

我们将 H 股估值基础从 0.35 倍 2016 年预期市净率上调为 0.4 倍，是过去六个月的估值中枢。因此，我们将该股目标价从 2.86 港币上调至 3.33 港币。

A 股方面，我们继续以 1 倍 16 年预期市净率估值。因此，我们将目标价从 6.68 人民币下调至 6.36 人民币。

图表 1. 业绩摘要(H 股)

年结日 12 月 31 日(人民币, 百万)	2014	2015	同比(%)
煤炭销售额	58,539	32,876	(44)
铁路服务收入	374	327	(12)
电力销售	241	599	148
甲醇销售	1,195	2,265	89
热力销售	21	28	32
设备销售		310	na
净收入	60,371	36,404	(40)
销售成本	(52,889)	(30,250)	(43)
毛利润	7,481	6,154	(18)
一般、销售和管理费用	(6,070)	(5,697)	(6)
联营公司 / 合资控股公司	(10)	332	(3,346)
其他经营收入	2,382	2,318	(3)
利息费用	(2,184)	(2,484)	14
税前利润	1,599.9	622.3	(61)
税费	(1,113)	(490)	(56)
税后利润	487	133	(73)
少数股东权益	279	32	(89)
净利润	766	164	(78.5)
每股收益(人民币)	0.156	0.033	(79)
每股派息(人民币)	0.02	0.01	(50)

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)	2014	2015	同比(%)
主营业务收入	65,326	69,007	6
主营业务成本	(52,767)	(58,990)	12
销售税及其附加	(631)	(785)	24
主营业务利润	11,928	9,232	(23)
销售费用	(3,224)	(2,824)	(12)
管理费用	(4,618)	(3,739)	(19)
财务费用	(1,443)	(2,052)	42
减值亏损	(98)	(399)	308
公允价值变动收益或亏损	(107)	11	(111)
投资收入	24	609	2,485
经营利润	2,462	839	(66)
营业外收入	840	803	(4)
营业外费用	(40)	(132)	233
总利润	3,262	1,511	(54)
所得税	(1,494)	(680)	(55)
少数股东权益	395	28	(93)
净利润	2,163.8	859	(60)
每股收益(人民币)	0.440	0.175	(60)
每股派息(人民币)	0.02	0.01	(50)

资料来源: 公司数据

图表 3. 单位生产成本(H股)

销售成本 (人民币/吨)	2014	2015	同比(%)
总部	250.7	204.1	(19)
山西能化	183.7	169.1	(8)
菏泽能化	344.9	308.0	(11)
鄂尔多斯能化	155.2	177.9	15
兖煤澳洲	363.3	298.5	(18)
兖煤国际	273.9	212.3	(23)
外购煤	550.2	452.7	(18)

资料来源: 公司数据

图表 4. 单位煤炭生产成本(A股)

销售成本(人民币/吨)	2014	2015	同比(%)
总部	179.5	158.3	(12)
山西能化	176.3	156.0	(12)
菏泽能化	314.7	287.8	(9)
鄂尔多斯能化	138.6	112.6	(19)
兖煤澳洲	363.3	297.5	(18)
兖煤国际	273.9	212.3	(23)
外购煤	550.2	452.7	(18)

资料来源: 公司数据

图表 5. 经营数据

	2014	2015	同比(%)
原煤成本(百万吨)			
总部	36.47	36.79	1
山西能化	1.56	0.71	(54)
菏泽能化	3.00	3.20	7
鄂尔多斯能化	5.88	2.59	(56)
兖煤澳洲(YAL AU)	20.00	18.14	(9)
兖煤国际	5.68	7.05	24
总计	72.60	68.48	(6)
可售煤炭产量(百万吨)			
总部	36.43	36.78	1
山西能化	1.54	0.69	(55)
菏泽能化	3.00	3.20	7
鄂尔多斯能化	5.88	2.58	(56)
兖煤澳洲	14.91	13.25	(11)
兖煤国际	5.13	6.37	24
总计	66.89	62.87	(6)
销量(百万吨)			
总部			
精煤			
No.1	0.33	0.23	(30)
No.2 半焦煤	9.06	8.36	(8)
No.3 动力煤	4.98	3.90	(22)
块煤	2.26	2.51	11
精煤总计	16.63	15.00	(10)
筛选煤	10.60	15.55	47
混煤及其他	7.52	4.44	(41)
总部小计	34.74	34.99	1
其中			
国产	34.74	34.99	1
出口	0.01	-	(100)
山西能化	1.50	0.75	(50)
菏泽能化	3.11	2.42	(22)
No.1 精煤	0.02	-	na
No.2 精煤	2.02	1.75	(13)
原煤		0.15	na
混煤及其他	1.07	0.52	(51)
鄂尔多斯能化	5.79	2.33	(60)
兖煤澳洲	15.74	13.28	(16)
半硬炼焦煤	0.97	1.13	17
半软炼焦煤	1.47	1.40	(4)
喷吹煤	3.28	3.06	(7)
动力煤	10.02	7.67	(23)
兖煤国际	5.16	6.40	24
外购煤	57.02	27.07	(53)
总计	123.07	87.24	(29)

资料来源：公司数据

续 图表 5. 经营数据(续)

平均售价(人民币/吨)	2014	2015	同比(%)
精煤			
No.1	600.4	480.8	(20)
No.2 半焦煤	576.8	429.9	(25)
No.3 动力煤	475.0	388.5	(18)
块煤	520.7	390.6	(25)
筛选煤	396.8	294.4	(26)
混煤及其他	281.7	221.8	(21)
总部平均	439.9	336.2	(24)
山西能化	210.7	166.1	(21)
菏泽能化	525.7	403.2	(23)
No.1 精煤	782.05		na
No.2 精煤	651.48	486.12	(25)
原煤		216.19	na
混煤及其他	282.77	177.67	(37)
鄂尔多斯能化	163.0	166.1	2
兖煤澳洲	463.8	411.5	(11)
半硬炼焦煤	523.3	509.2	(3)
半软炼焦煤	544.9	514.0	(6)
喷吹煤	530.3	472.5	(11)
动力煤	424.3	354.0	(17)
兖煤国际	287.5	287.0	(0)
外购煤	553.7	455.3	(18)
总计	475.6	376.8	(21)

资料来源: 公司数据

图表 6. 资本性开支计划

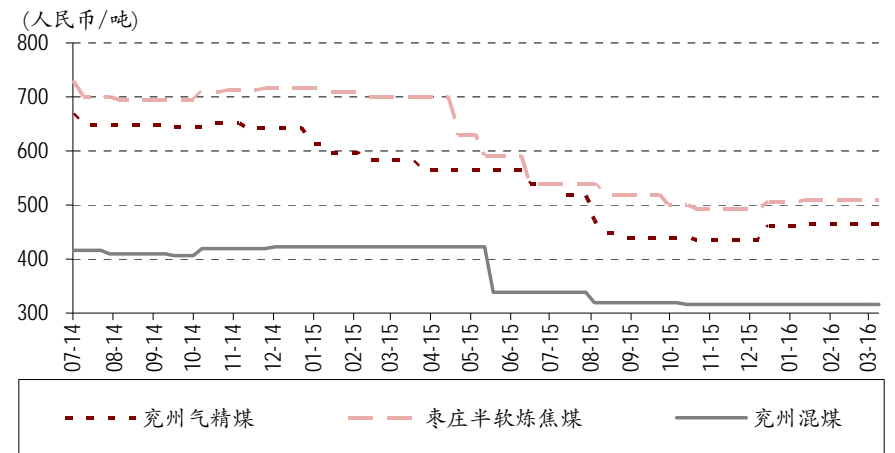
年结日 12月31日(人民币, 百万)	2015	2016E	同比(%)
总部	2,670	998	(63)
山西能化	189	130	(31)
榆林能化	55	47	(15)
鄂尔多斯能化	1,910	2,695	41
兖煤澳洲	1,649	1,588	(4)
兖煤国际	246	356	44
菏泽能化	836	914	9
华聚能源	21	89	330
昊盛煤业	1,217	921	(24)
中垠租赁	5	6	25
东华重工	1,072	753	(30)
总计	9,869	8,496	(14)

资料来源: 公司数据

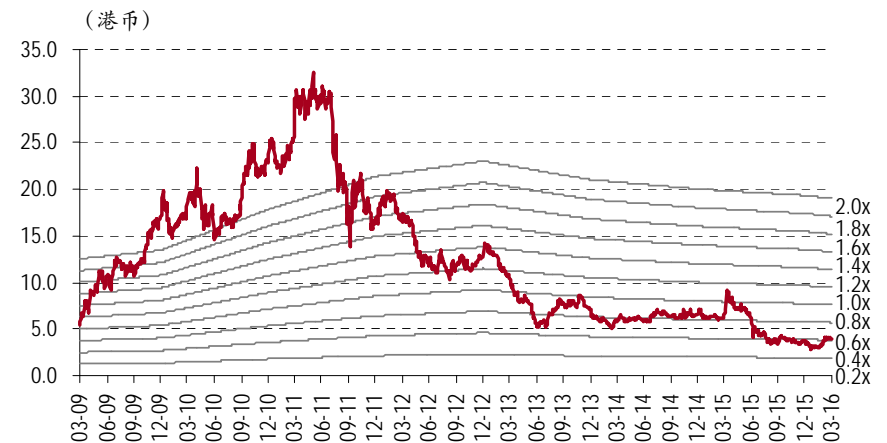
图表 7. 目标销量

年结日 12 月 31 日(百万吨)	2015	2016E	同比(%)
总部	34.99	34.15	(2)
山西能化	0.75	1.20	60
菏泽能化	2.42	3.30	36
鄂尔多斯能化	2.33	6.00	158
昊盛煤业		6.00	na
兖煤澳洲	13.28	11.34	(15)
兖煤国际	6.40	6.28	(2)
总计-自产煤	60.17	68.27	13

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. 市净率(H股)


资料来源：中银国际研究预测

图表 10. 市净率趋势图 (A 股)


资料来源：中银国际研究预测

图表 11. 主要预测调整

年结日 12 月 31 日	调整前		调整后		
	2016E	2017E	2016E	2017E	2018E
销量(百万吨)					
总部	33.06	32.07	34.15	33.13	33.13
山西能化	0.77	0.74	1.20	1.16	1.16
菏泽能化	2.23	2.19	3.30	3.23	3.23
兖煤澳洲	14.95	14.95	11.34	11.34	11.34
兖煤国际	6.36	6.36	6.28	6.28	6.28
鄂尔多斯能化	5.80	8.80	12.00	16.80	18.80
外购煤	25.31	24.55	25.99	25.21	24.45
总计	88.48	89.66	94.26	97.14	98.39
平均售价(人民币/吨)					
总部	267	280	279	293	308
山西能化	138	145	145	152	160
菏泽能化	312	326	352	369	387
兖煤澳洲	337	350	352	365	383
兖煤国际	209	213	209	213	224
鄂尔多斯能化	130	137	130	137	143
外购煤	390	410	390	410	430
整体平均	247	253	257	261	270
单位生产成本(人民币/吨)					
总部	194	190	195	192	192
山西能化	131	125	156	148	148
菏泽能化	251	239	359	341	341
兖煤澳洲	288	297	300	309	318
兖煤国际	204	210	213	220	226
鄂尔多斯能化	148	148	164	164	164
外购煤	386	406	386	406	426
整体平均	284	286	275	275	278
自产煤	203	201	218	204	215

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	65,326	69,007	59,794	62,353	65,080
销售成本	(52,767)	(58,990)	(53,725)	(55,434)	(57,117)
经营费用	(4,433)	(2,954)	(1,632)	(2,462)	(3,160)
息税折旧前利润	4,086	2,669	(422)	(500)	(244)
折旧及摊销	(4,040)	(4,394)	(4,859)	(4,957)	(5,047)
经营利润(息税前利润)	8,126	7,063	4,437	4,457	4,803
净利息收入(费用)	(1,443)	(2,052)	(779)	(725)	(640)
其他收益/(损失)	619	893	1,004	1,004	1,005
税前利润	3,262	1,511	(198)	(221)	121
所得税	(1,494)	(680)	56	63	(34)
少数股东权益	395	28	(308)	(306)	65
净利润	2,164	860	(449)	(464)	152
核心净利润	1,765	860	(449)	(464)	152
每股收益(人民币)	0.440	0.175	(0.091)	(0.094)	0.031
核心每股收益(人民币)	0.359	0.175	(0.091)	(0.094)	0.031
每股股息(人民币)	0.020	0.010	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	11	6	(13)	4	4
息税前利润增长(%)	(26)	(35)	(116)	18	(51)
息税折旧前利润增长(%)	(18)	(13)	(37)	0	8
每股收益增长(%)	70	(60)	(152)	(3)	N/A
核心每股收益增长(%)	(47)	(51)	(152)	(3)	N/A

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	3,262	1,511	(198)	(221)	121
折旧与摊销	4,040	4,394	4,859	4,957	5,047
净利息费用	1,443	2,052	779	725	640
运营资本变动	(2,864)	(6,181)	485	(316)	233
税金	(1,494)	(680)	(490)	0	0
其他经营现金流	(2,665)	1,521	(1,951)	(1,314)	(1,374)
经营活动产生的现金流	1,723	2,617	3,486	3,830	4,667
购买固定资产净值	(5,496)	(6,582)	(8,496)	(1,045)	(1,045)
投资减少/增加	(361)	(1,554)	(1,331)	0	0
其他投资现金流	(1,233)	1,445	0	0	0
投资活动产生的现金流	(7,089)	(6,691)	(9,827)	(1,045)	(1,045)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	10,216	4,844	(14,199)	231	(4,458)
支付股息	(98)	(98)	(49)	0	0
其他融资现金流	650	1,972	0	0	0
融资活动产生的现金流	10,767	6,717	(14,249)	231	(4,458)
现金变动	5,400	2,644	(20,590)	3,016	(836)
期初现金	15,510	20,701	23,578	2,988	6,004
公司自由现金流	(4,531)	(2,777)	(5,044)	4,082	4,919
权益自由现金流	3,406	(1,282)	(21,320)	2,291	(1,476)

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	20,701	23,578	2,988	6,004	5,168
应收帐款	2,752	2,417	2,094	2,184	2,280
库存	1,998	2,000	1,736	1,789	1,838
其他流动资产	13,106	20,058	28,866	28,807	28,059
流动资产总计	38,557	48,053	35,685	38,784	37,344
固定资产	58,549	59,060	64,060	61,293	58,436
无形资产	23,666	18,610	18,590	18,570	18,550
其他长期资产	12,907	13,340	12,801	12,263	11,725
长期资产总计	95,123	91,009	95,452	92,127	88,711
总资产	133,680	139,062	131,137	130,911	126,056
应付帐款	2,841	3,550	2,973	2,932	3,450
短期债务	7,047	14,398	15,769	22,458	23,457
其他流动负债	19,656	23,208	19,004	19,004	19,004
流动负债总计	29,543	41,156	37,745	44,394	45,911
长期借款	48,621	43,648	40,711	34,253	27,795
其他长期负债	11,661	11,257	11,221	11,221	11,221
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	31,990	28,228	26,378	25,656	25,806
股东权益	36,909	33,146	31,296	30,575	30,725
少数股东权益	6,945	9,855	10,163	10,469	10,404
总负债及权益	133,680	139,062	131,137	130,911	126,056
每股帐面价值(人民币)	7.50	6.74	6.36	6.22	6.25
每股有形资产(人民币)	2.69	2.96	2.58	2.44	2.48
每股净负债(现金)(人民币)	7.11	7.01	10.88	10.31	9.37

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.4	10.2	7.4	7.1	7.4
息税前利润率(%)	6.3	3.9	(0.7)	(0.8)	(0.4)
税前利润率(%)	5.0	2.2	(0.3)	(0.4)	0.2
净利率(%)	3.3	1.2	(0.8)	(0.7)	0.2
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	0.9	0.9	0.8
利息覆盖率(倍)	1.8	0.8	(0.2)	(0.2)	(0.1)
净权益负债率(%)	79.7	80.2	129.0	123.5	112.1
速动比率(倍)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	23.3	58.8	N/M	N/M	332.4
核心业务市盈率(倍)	28.6	58.8	N/M	N/M	332.4
目标价对应核心业务市	17.7	36.4	N/M	N/M	205.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6
价格/现金流(倍)	29.3	19.3	14.5	13.2	10.8
企业价值/息税折旧前利	11.0	13.0	25.1	24.6	21.9
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	12.4	12.4	12.7	11.6	11.6
应收帐款周转天数	11.8	13.7	13.8	12.5	12.5
应付帐款周转天数	14.8	16.9	19.9	17.3	17.9
回报率					
股息支付率(%)	4.5	5.7	n.a.	n.a.	0.0
净资产收益率(%)	5.7	2.5	(1.4)	(1.5)	0.5
资产收益率(%)	1.7	1.1	(0.3)	(0.4)	(0.1)
已运用资本收益率(%)	5.1	4.0	0.9	0.8	1.1

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	60,371	36,404	31,543	32,894	34,332
销售成本	(52,889)	(30,250)	(27,951)	(28,755)	(29,518)
经营费用	(1,856)	(1,213)	(279)	(209)	(119)
息税折旧前利润	1,412	457	(1,546)	(1,026)	(351)
折旧及摊销	(4,214)	(4,483)	(4,859)	(4,957)	(5,047)
经营利润(息税前利润)	5,626	4,940	3,313	3,931	4,696
净利息收入(费用)	(1,348)	(1,188)	(779)	(725)	(640)
其他收益/(损失)	1,536	1,353	1,124	1,111	1,117
税前利润	1,600	622	(1,202)	(641)	126
所得税	(1,113)	(490)	300	160	(32)
少数股东权益	279	32	(193)	(191)	41
净利润	766	164	(1,094)	(672)	135
核心净利润	367	164	(1,094)	(672)	135
每股收益(人民币)	0.156	0.033	(0.222)	(0.137)	0.028
核心每股收益(人民币)	0.075	0.033	(0.222)	(0.137)	0.028
每股股息(人民币)	0.020	0.010	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	7	(40)	(13)	4	4
息税前利润增长(%)	360	(68)	(438)	(34)	(66)
息税折旧前利润增长(%)	18	(12)	(33)	19	19
每股收益增长(%)	(1)	(79)	(765)	39	N/A
核心每股收益增长(%)	(87)	(55)	(765)	39	N/A

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	1,600	622	(1,202)	(641)	126
折旧与摊销	4,214	4,483	4,859	4,957	5,047
净利息费用	1,348	1,188	779	725	640
运营资本变动	1,196	116	650	(154)	(174)
税金	(2,219)	(1,556)	(490)	0	0
其他经营现金流	(618)	(2,611)	(332)	(332)	(332)
经营活动产生的现金流	5,519	2,242	4,265	4,555	5,307
购买固定资产净值	(5,929)	(12,465)	(8,496)	(1,045)	(1,045)
投资减少/增加	(1,453)	3,134	(1,331)	0	0
其他投资现金流	(275)	74	0	0	0
投资活动产生的现金流	(7,657)	(9,257)	(9,827)	(1,045)	(1,045)
净增权益	0	(19)	0	0	0
净增债务	10,230	11,340	(14,199)	231	(4,458)
支付股息	(98)	(98)	(49)	0	0
其他融资现金流	(2,787)	(1,336)	(779)	(725)	(640)
融资活动产生的现金流	7,345	9,886	(15,028)	(494)	(5,098)
现金变动	5,207	2,871	(20,590)	3,016	(836)
期初现金	15,475	20,472	23,578	2,988	6,004
公司自由现金流	(1,302)	(5,718)	(4,265)	4,807	5,559
权益自由现金流	6,745	3,137	(20,540)	3,016	(836)

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	20,472	23,578	2,988	6,004	5,168
应收帐款	7,084	5,977	5,179	5,401	5,637
库存	1,470	1,852	1,736	1,789	1,838
其他流动资产	9,060	17,404	19,498	19,050	17,410
流动资产总计	38,086	48,811	29,401	32,244	30,053
固定资产	44,175	45,616	50,617	47,849	44,992
无形资产	39,520	34,539	33,846	33,152	32,459
其他长期资产	11,317	13,505	13,995	14,484	14,973
长期资产总计	95,012	93,661	98,457	95,485	92,424
总资产	133,098	142,472	127,858	127,729	122,476
应付帐款	4,037	4,207	3,942	4,063	4,174
短期债务	11,270	24,302	15,769	22,458	23,457
其他流动负债	12,022	13,547	13,547	13,547	13,547
流动负债总计	27,330	42,056	33,258	40,068	41,179
长期借款	50,566	45,577	40,711	34,253	27,795
其他长期负债	9,203	9,037	9,037	9,037	9,037
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	33,807	30,452	29,309	28,637	28,772
股东权益	38,726	35,370	34,227	33,555	33,690
少数股东权益	7,273	10,432	10,624	10,816	10,775
总负债及权益	133,098	142,472	127,858	127,729	122,476
每股帐面价值(人民币)	7.87	7.19	6.96	6.82	6.85
每股有形资产(人民币)	(0.16)	0.17	0.08	0.08	0.25
每股净负债/(现金)(人民币)	8.41	9.41	10.88	10.31	9.37

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.3	13.6	10.5	11.9	13.7
息税前利润率(%)	2.3	1.3	(4.9)	(3.1)	(1.0)
税前利润率(%)	2.7	1.7	(3.8)	(1.9)	0.4
净利率(%)	1.3	0.5	(3.5)	(2.0)	0.4
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.2	0.9	0.8	0.7
利息覆盖率(倍)	0.6	0.2	(0.7)	(0.5)	(0.2)
净权益负债率(%)	89.9	101.1	119.3	114.3	103.6
速动比率(倍)	1.3	1.1	0.8	0.8	0.7
估值					
市盈率(倍)	21.3	99.4	N/M	N/M	120.8
核心业务市盈率(倍)	44.5	99.4	N/M	N/M	120.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	37.5	83.5	N/M	N/M	101.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
价格/现金流(倍)	3.0	7.3	3.8	3.6	3.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	14.1	23.1	18.7	14.6
周转率					
存货周转天数	10.6	20.0	23.4	22.4	22.4
应收帐款周转天数	48.7	65.5	64.5	58.7	58.7
应付帐款周转天数	20.4	41.3	47.2	44.4	43.8
回报率					
股息支付率(%)	12.8	29.9	n.a.	n.a.	0.0
净资产收益率(%)	1.9	0.4	(3.1)	(2.0)	0.4
资产收益率(%)	0.3	0.1	(1.1)	(0.8)	(0.2)
已运用资本收益率(%)	2.2	1.6	(0.2)	0.3	1.0

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371