



股票代码	600188.CH	1171.HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 12.99	港币 7.59
目标价	人民币 10.93	港币 8.14
原目标价	人民币 10.87	港币 8.11
上/下浮比例	-16%	+7%
目标价格基础	1.4倍17年市净率	0.8倍17年市净率
板块评级	中立	中立

兖州煤业

中期业绩良好，具备增长潜力

2017年上半年，兖州煤业国际会计准则下净利润为34.51亿元人民币，同比增长8.2倍。中国会计准则下净利润为31.89亿元人民币，同比增长4.4倍。这意味着2017年第二季度中国会计准则下净利润环比下降18%，考虑到同期煤价下降，利润下降具备合理性。2017年上半年业绩强劲增长主要由于煤价上涨且销量增加。随着内蒙古和澳洲新煤矿未来逐步贡献生产，公司业绩具有进一步增长潜力。目前H股估值为5.2倍2017年预测市盈率，具备吸引力。维持对H股的买入评级。

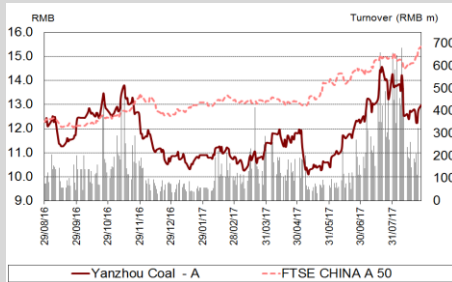
本报告亮点

- 2017年上半年，国际会计准则下净利润增长8.2倍至34.51亿元人民币，中国会计准则下净利润增长4.4倍至31.89亿元人民币。
- 强劲业绩增长由煤炭价格和销量驱动。新煤矿开工生产带来进一步增长潜力。
- H股估值为5.2倍市盈率，具备吸引力。维持买入评级。

支撑评级的主要因素

- 强劲业绩主要由煤价和销量驱动。平均售价同比增长55%，销量同比增长28%，其中自产煤销量同比增长19%。三座新煤矿（转龙湾煤矿、莫拉本煤矿二期、石拉乌素煤矿）陆续在2016年下半年至2017年上半年开始生产，促进煤炭销量增长。
- 自产煤销售单位成本同比增长9%。兖煤澳洲(YAL AU/NR)的成本控制成为亮点，单位成本同比下降5%，主要得益于产品组合改善。
- 由于莫拉本煤矿三期以及营盘壕煤矿预计分别在2017年10月和2018年下半年投运，公司具备进一步增长的潜力。这两座煤矿总设计产能为1800万吨/年。
- 公司计划在9月完成对联合煤炭的并购，因此预计在2017年第四季度开始贡献利润。我们还未将联合煤炭的贡献考虑到盈利预测中，预计其将使我们2018年的预测提高11%。

股价表现 — A股



	今年	1	3	12
(%)	至今	个月	个月	个月
绝对	19.6	(2.7)	22.6	6.1
相对新华富时A50指数	(2.8)	4.0	11.6	(19.1)

发行股数(百万)	4,912
流通股(%)	7
流通股市值(人民币 百万)	63,807
3个月日均交易额(人民币 百万)	258
净负债比率(%) (2017E)	71
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《Yanzhou Coal — Good interim results with further growth potential》的中文译本，英文原稿已于2017年8月29日出版

评级风险

- 煤炭价格大幅下降
- 煤炭生产成本高于预期

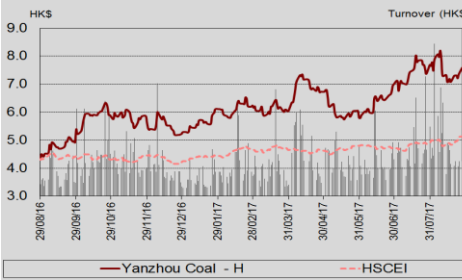
估值

- 我们将H股目标价由8.11港币上调至8.14港币。目标估值仍基于0.8倍市净率。维持买入评级。
- 我们将A股目标价由10.87元上调至10.93元。目标估值依然为1.4倍市净率。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)	69,007	101,982	138,188	136,357	141,723
变动(%)	6	48	36	(1)	4
净利润(人民币 百万)	860	2,065	5,495	4,793	6,138
全面摊薄每股收益(人民币)	0.175	0.420	1.119	0.976	1.250
变动(%)	(51.3)	140.5	166.2	(12.8)	28.1
市场所预期每股收益(人民币)	-	-	0.938	0.899	0.980
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.230	1.016	1.222
调整幅度(%)	-	-	(9.0)	(3.9)	2.3
核心每股收益(人民币)	0.175	0.420	1.119	0.976	1.250
变动(%)	(51.3)	140.5	166.2	(12.8)	28.1
全面摊薄市盈率(倍)	74.3	30.9	11.6	13.3	10.4
核心市盈率(倍)	74.3	30.9	11.6	13.3	10.4
每股现金流量(人民币)	0.53	2.30	2.17	2.32	2.72
价格/每股现金流量(倍)	24.4	5.6	6.0	5.6	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.9	11.5	7.5	7.5	6.0
每股股息(人民币)	0.010	0.120	0.374	0.325	0.407
股息率(%)	0.1	0.9	2.9	2.5	3.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现 — H 股


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	43.5	3.0	25.7	75.7
相对恒生中国企业指数	22.8	(2.5)	18.5	56.9

发行股数(百万)	4,912
流通股(%)	36
流通股市值(港币 百万)	37,282
3 个月日均交易额 港币 百万	133
净负债比率(%) (2017E)	71
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 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)	36,404	33,272	45,085	44,487	46,238
变动(%)	(40)	(9)	36	(1)	4
净利润(人民币 百万)	164	1,649	6,123	5,324	6,668
全面摊薄每股收益(人民币)	0.033	0.336	1.246	1.084	1.357
变动(%)	(78.5)	903.6	271.4	(13.0)	25.3
市场所预期每股收益(人民币)	-	-	0.963	0.751	0.815
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.216	1.002	1.208
调整幅度(%)	-	-	2.5	8.2	12.4
核心每股收益(人民币)	0.033	0.336	1.246	1.084	1.357
变动(%)	(55.2)	903.6	271.4	(13.0)	25.3
全面摊薄市盈率(倍)	193.0	19.2	5.2	6.0	4.8
核心市盈率(倍)	193.0	19.2	5.2	6.0	4.8
每股现金流量(人民币)	0.46	2.64	2.56	2.69	3.01
价格/每股现金流量(倍)	14.2	2.4	2.5	2.4	2.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.2	15.1	6.1	6.0	4.7
每股股息(人民币)	0.010	0.120	0.374	0.325	0.407
股息率(%)	0.2	1.9	5.8	5.0	6.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 主要预测变动

年结日: 12 月 31 日	旧值			新值		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
销量(百万吨)						
总部	33.93	33.93	33.93	33.06	33.06	33.06
山西能化	1.59	1.59	1.59	1.66	1.66	1.66
菏泽能化	2.69	2.69	2.69	1.76	1.76	1.76
兖煤澳洲	15.16	17.46	19.93	12.47	15.42	17.64
兖煤国际	5.87	5.87	5.87	6.46	6.46	6.46
鄂尔多斯能化	18.90	25.20	28.20	11.20	22.20	28.20
外购煤	12.00	11.64	11.29	16.82	16.31	15.82
合计	90.14	98.38	103.50	83.42	96.86	104.59
平均售价(人民币/吨)						
总部	579	524	524	572	519	519
山西能化	351	318	318	338	307	307
菏泽能化	790	686	686	948	821	821
兖煤澳洲	516	451	448	468	403	399
兖煤国际	310	310	310	295	265	265
鄂尔多斯能化	236	214	211	246	223	218
外购煤	523	488	488	587	548	548
总平均	387	332	318	435	359	340
单位生产成本(人民币/吨)						
总部	296	296	296	264	264	264
山西能化	196	196	196	194	194	194
菏泽能化	403	403	403	393	393	393
兖煤澳洲	295	258	231	259	210	188
兖煤国际	237	238	243	246	247	252
鄂尔多斯能化	184	138	123	175	135	107
外购煤	518	484	484	582	543	543
总平均	315	281	266	336	288	264
自产煤	254	230	219	235	209	192

资料来源: 公司数据

图表 2. 业绩摘要 (H 股)

年结日: 12月31日 (人民币, 百万)	1H16	1H17	同比 (%)
煤炭收入	10,619	21,119	99
铁路服务收入	100	139	39
发电	276	239	(14)
甲醇销售	1,070	1,311	22
供暖	10	11	9
设备销售	505	103	(80)
合计净收入	12,581	22,922	82
销售成本	(9,649)	(14,831)	54
毛利润	2,932	8,091	176
销售、一般及管理费用	(3,084)	(3,233)	5
应占联营公司利润	217	250	15
应占合营公司利润	(28)	91	(424)
其他经营收入	1,525	1,172	(23)
利息费用	(1,133)	(1,323)	17
税前利润	429	5,050	1,076
税费	(72)	(1,131)	1,460
税后利润	357	3,919	999
少数股东权益	18	(468)	(2,631)
可分配利润	375	3,451	820
每股收益 (人民币)	0.076	0.702	820

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)	1H16	1H17	同比 (%)
主营业务收入	24,635	80,624	227
主营业务成本	(20,018)	(70,760)	253
营业税及附加	(425)	(1,104)	160
主营业务利润	4,192	8,760	109
销售费用	(1,136)	(1,462)	29
管理费用	(2,137)	(2,028)	(5)
财务费用	(1,045)	(1,270)	22
减值损失	(93)	50	na
公允价值变动损益	(70)	10	na
投资收益	385	447	16
经营利润	96	4,508	4,586
经营外收入	643	200	(69)
经营外支出	(22)	(19)	(10)
利润合计	718	4,688	553
所得税	(147)	(1,041)	608
少数股东权益	22	(458)	(2,212)
可分配利润	592	3,189	438
每股收益 (人民币)	0.120	0.648	438

资料来源: 公司数据

图表 4. 经营数据

	1H16	1H17	同比 (%)
原煤产量 (百万吨)			
总部	17.31	16.39	(5.3)
山西能化	0.86	0.86	0.8
菏泽能化	1.65	1.22	(26.0)
鄂尔多斯能化	0.75	4.31	473.5
昊盛能化	-	2.11	NA
兖煤澳洲	7.77	7.90	1.6
兖煤国际	3.25	3.62	11.3
合计	31.59	36.40	15.2
可售煤炭产量 (百万吨)			
总部	17.31	16.37	(5.4)
山西能化	0.85	0.85	(0.1)
菏泽能化	1.64	1.20	(26.7)
鄂尔多斯能化	0.75	4.31	473.5
昊盛能化	-	2.11	NA
兖煤澳洲	5.75	6.51	13.3
兖煤国际	2.95	3.37	14.2
合计	29.25	34.72	18.7
销量 (百万吨)			
总部			
精煤			
No.1	0.06	0.07	19
No.2-半软焦煤	5.15	4.63	(10)
No.3-动力煤	1.21	1.25	3
块煤	1.11	1.08	(2)
筛选原煤	8.34	9.07	9
混煤及其他	0.66	-	NA
总部小计	16.52	16.09	(3)
山西能化	0.82	0.87	6
菏泽能化	1.48	0.80	(46)
No.2 精煤	1.29	0.80	(38)
混煤及其他	0.19	-	NA
鄂尔多斯能化	0.77	3.86	399
昊盛煤业	-	2.10	NA
兖煤澳洲	5.52	6.24	13
半硬焦煤	0.26	0.13	(50)
半软焦煤	0.42	-	NA
喷吹煤	1.43	1.15	(19)
动力煤	3.41	4.96	45
兖煤国际	2.80	3.33	19
外购煤	4.64	8.41	81
合计	32.56	41.70	28
合计-自产煤	27.92	33.29	19

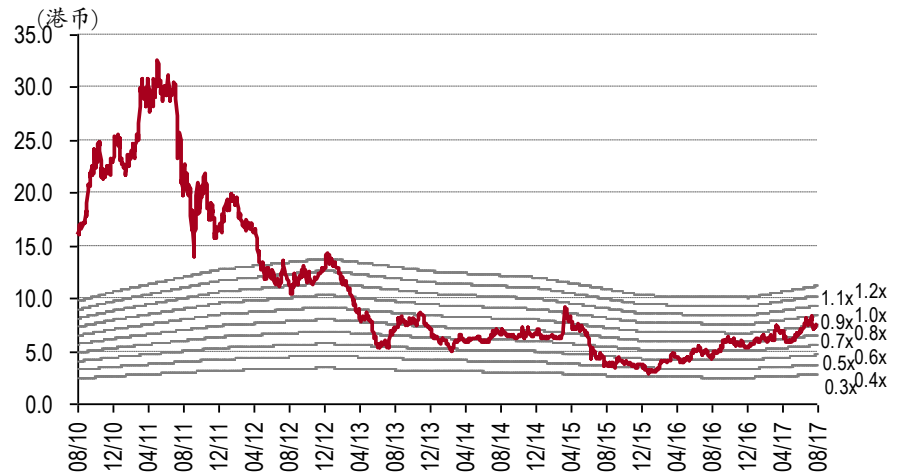
资料来源: 公司数据

续图表 4. 经营数据

	1H16	1H17	同比 (%)
平均售价 (人民币/吨)			
总部			
精煤			
No.1	463.5	898.8	94
No.2-半软焦煤	421.6	770.8	83
No.3-动力煤	366.7	617.2	68
块煤	385.1	635.7	65
筛选原煤	288.2	483.1	68
混煤及其他	103.1	-	NA
总部平均	335.2	588.2	75
山西能化	177.1	350.1	98
菏泽能化	425.6	986.0	132
No.2 精煤	459	986	115
混煤及其他	188	-	NA
鄂尔多斯能化	220.4	226.4	3
昊盛煤业	-	287.1	NA
兖煤澳洲	339.8	480.8	41
半硬焦煤	481.9	616.3	28
半软焦煤	445.8	-	NA
喷吹煤	398.8	784.4	97
动力煤	291.4	406.2	39
兖煤国际	265.7	302.6	14
外购煤	326.4	603.9	85
合计	326.2	506.5	55
平均-自产煤	326	482	48
销售成本 (人民币/吨)			
总部			
山西能化	112.0	188.4	68
菏泽能化	296.4	384.0	30
昊盛煤业		169.5	NA
鄂尔多斯能化	137.8	144.2	5
兖煤澳洲	255.8	244.2	(5)
兖煤国际	224.1	241.7	8
外购煤	323.5	595.3	84
平均销售成本	215.6	235.6	9
煤化工			
甲醇产量 (千吨)	801	734	(8)
甲醇销量 (千吨)	800	717	(10)
收入 (人民币, 百万)	1,070	1,311	22
销售成本 (人民币, 百万)	732	1,030	41
平均售价 (人民币/吨)	1,338	1,828.84	37
销售单位成本 (人民币/吨)	915	1,435.85	57
发电			
发电量 (百万千瓦时)	1,351	1,213	(10)
售电量 (百万千瓦时)	869	723	(17)
收入 (人民币, 百万)	276	239	(14)
销售成本 (人民币, 百万)	226	262	16
平均电价 (人民币/千瓦时)	0.32	0.33	4
销售单位成本 (人民币/千瓦时)	0.26	0.36	40

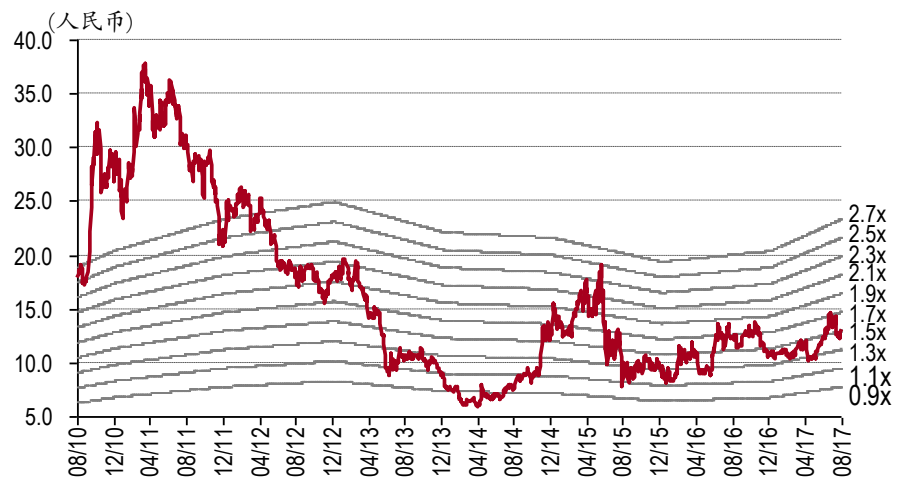
资料来源: 公司数据

图表 5. 市净率区间(H 股)



资料来源：中银国际研究

图表 6. 市净率区间(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	69,007	101,982	138,188	136,357	141,723
销售成本	(58,990)	(88,944)	(118,506)	(117,961)	(121,198)
经营费用	(2,954)	(3,907)	(4,818)	(3,699)	(3,558)
息税折旧前利润	2,669	5,183	9,320	8,390	10,282
折旧及摊销	(4,394)	(3,947)	(5,544)	(6,308)	(6,684)
经营利润(息税前利润)	7,063	9,130	14,864	14,697	16,966
净利息收入(费用)	(2,052)	(2,219)	(1,630)	(1,607)	(1,352)
其他收益(损失)	893	172	1,500	1,500	1,500
税前利润	1,511	3,136	9,190	8,283	10,431
所得税	(680)	(843)	(2,619)	(2,361)	(2,973)
少数股东权益	28	(228)	(1,075)	(1,129)	(1,320)
净利润	860	2,065	5,495	4,793	6,138
核心净利润	860	2,065	5,495	4,793	6,138
每股收益(人民币)	0.175	0.420	1.119	0.976	1.250
核心每股收益(人民币)	0.175	0.420	1.119	0.976	1.250
每股股息(人民币)	0.010	0.120	0.374	0.325	0.407
收入增长(%)	6	48	36	(1)	4
息税前利润增长(%)	(35)	94	80	(10)	23
息税折旧前利润增长(%)	(13)	29	63	(1)	15
每股收益增长(%)	(60)	141	166	(13)	28
核心每股收益增长(%)	(51)	141	166	(13)	28

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	1,511	3,136	9,190	8,283	10,431
折旧与摊销	4,394	3,947	5,544	6,308	6,684
净利息费用	2,052	2,219	1,630	1,607	1,352
运营资本变动	(6,181)	(2,813)	(3,847)	(557)	(1,063)
税金	(680)	(843)	(817)	(2,265)	(2,010)
其他经营现金流	1,521	5,656	(1,046)	(1,966)	(2,020)
经营活动产生的现金流	2,617	11,302	10,654	11,410	13,374
购买固定资产净值	(6,582)	(7,226)	(7,722)	(6,000)	(3,000)
投资减少/增加	(1,554)	(3,936)	0	0	0
其他投资现金流	1,445	341	0	0	0
投资活动产生的现金流	(6,691)	(10,821)	(7,722)	(6,000)	(3,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	4,844	(8,571)	(7,742)	(5,476)	(10,825)
支付股息	(98)	(49)	(589)	(1,837)	(1,597)
其他融资现金流	1,972	4,207	0	0	0
融资活动产生的现金流	6,717	(4,413)	(8,331)	(7,313)	(12,422)
现金变动	2,644	(3,932)	(5,398)	(1,904)	(2,049)
期初现金	20,701	23,578	20,013	14,614	12,711
公司自由现金流	(2,777)	1,225	3,719	6,043	10,923
权益自由现金流	(1,282)	(10,309)	(6,439)	(1,674)	(1,803)

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	23,578	20,013	14,614	12,711	10,662
应收帐款	2,417	2,850	3,862	3,810	3,960
库存	2,000	2,654	2,926	2,942	2,924
其他流动资产	20,058	16,704	26,846	27,073	26,112
流动资产总计	48,053	42,220	48,248	46,536	43,658
固定资产	59,060	55,385	58,707	59,544	57,004
无形资产	18,610	26,429	26,409	26,389	26,370
其他长期资产	13,340	21,588	21,050	20,512	20,512
长期资产总计	91,009	103,402	106,166	106,445	103,885
总资产	139,062	145,622	154,414	152,981	147,544
应付帐款	3,550	4,678	5,925	5,898	6,060
短期债务	14,398	17,845	26,476	27,825	21,964
其他流动负债	23,208	29,025	29,025	29,025	29,025
流动负债总计	41,156	51,548	61,426	62,748	57,049
长期借款	43,648	32,980	30,538	23,826	18,862
其他长期负债	11,257	10,044	14,007	12,909	11,948
股本	4,918	4,912	4,912	4,912	4,912
储备	28,228	30,449	33,427	37,353	42,221
股东权益	33,146	35,361	38,339	42,265	47,133
少数股东权益	9,855	15,690	10,103	11,232	12,552
总负债及权益	139,062	145,622	154,414	152,981	147,544
每股帐面价值(人民币)	6.74	7.20	7.81	8.60	9.60
每股有形资产(人民币)	2.96	1.82	2.43	3.23	4.23
每股净负债(现金)(人民币)	7.01	6.27	8.63	7.93	6.14

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(%)	10.2	9.0	10.8	10.8	12.0
息税前利润率(%)	3.9	5.1	6.7	6.2	7.3
税前利润率(%)	2.2	3.1	6.7	6.1	7.4
净利率(%)	1.2	2.0	4.0	3.5	4.3
流动性					
流动比率(倍)	1.2	0.8	0.8	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	0.8	1.7	3.9	3.7	5.4
净权益负债率(%)	80.2	60.4	87.5	72.8	50.5
速动比率(倍)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	74.3	30.9	11.6	13.3	10.4
核心业务市盈率(倍)	74.3	30.9	11.6	13.3	10.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	62.5	26.0	9.8	11.2	8.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	24.4	5.6	6.0	5.6	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.9	11.5	7.5	7.5	6.0
周转率					
存货周转天数	12.4	9.5	8.6	9.1	8.8
应收帐款周转天数	13.7	9.4	8.9	10.3	10.0
应付帐款周转天数	16.9	14.7	14.0	15.8	15.4
回报率					
股息支付率(%)	5.7	28.6	33.4	33.3	32.6
净资产收益率(%)	2.5	6.0	14.9	11.9	13.7
资产收益率(%)	1.1	2.7	4.4	3.9	4.9
已运用资本收益率(%)	4.0	5.8	9.7	8.6	10.5

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	36,404	33,272	45,085	44,487	46,238
销售成本	(30,250)	(23,808)	(30,587)	(31,033)	(31,087)
经营费用	(1,213)	(3,594)	(634)	129	506
息税折旧前利润	457	1,675	8,320	7,276	8,972
折旧及摊销	(4,483)	(4,195)	(5,544)	(6,308)	(6,684)
经营利润(息税前利润)	4,940	5,870	13,864	13,584	15,657
净利息收入/(费用)	(1,188)	(1,758)	(1,630)	(1,607)	(1,352)
其他收益/(损失)	1,353	2,778	2,370	2,370	2,370
税前利润	622	2,695	9,060	8,039	9,991
所得税	(490)	(817)	(2,265)	(2,010)	(2,498)
少数股东权益	32	(229)	(672)	(706)	(825)
净利润	164	1,649	6,123	5,324	6,668
核心净利润	164	1,649	6,123	5,324	6,668
每股收益(人民币)	0.033	0.336	1.246	1.084	1.357
核心每股收益(人民币)	0.033	0.336	1.246	1.084	1.357
每股股息(人民币)	0.010	0.120	0.374	0.325	0.407
收入增长(%)	(40)	(9)	36	(1)	4
息税前利润增长(%)	(68)	267	397	(13)	23
息税折旧前利润增长(%)	(12)	19	136	(2)	15
每股收益增长(%)	(79)	904	271	(13)	25
核心每股收益增长(%)	(55)	904	271	(13)	25

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	622	2,695	9,060	8,039	9,991
折旧与摊销	4,483	4,195	5,544	6,308	6,684
净利息费用	1,188	1,758	1,630	1,607	1,352
运营资本变动	116	5,331	(2,154)	202	(543)
税金	(1,556)	(1,251)	(817)	(2,265)	(2,010)
其他经营现金流	(2,611)	250	(684)	(684)	(684)
经营活动产生的现金流	2,242	12,978	12,579	13,207	14,790
购买固定资产净值	(12,465)	(8,026)	(7,722)	(6,000)	(3,000)
投资减少/增加	3,134	(2,077)	0	0	0
其他投资现金流	74	(4,665)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(9,257)	(14,768)	(7,722)	(6,000)	(3,000)
净增权益	(19)	0	0	0	0
净增债务	11,340	(5,374)	(7,742)	(5,476)	(10,825)
支付股息	(98)	(49)	(589)	(1,837)	(1,597)
其他融资现金流	(1,336)	3,704	(1,630)	(1,607)	(1,352)
融资活动产生的现金流	9,886	(1,719)	(9,961)	(8,920)	(13,774)
现金变动	2,871	(3,509)	(5,104)	(1,713)	(1,984)
期初现金	20,472	23,578	20,013	14,909	13,196
公司自由现金流	(5,718)	(1,047)	5,644	7,840	12,340
权益自由现金流	3,137	(8,922)	(4,514)	124	(387)

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	23,578	20,013	14,909	13,196	11,212
应收帐款	5,977	9,736	13,192	13,017	13,530
库存	1,852	2,162	2,926	2,942	2,924
其他流动资产	17,404	9,601	9,601	9,601	9,601
流动资产总计	48,811	41,511	40,628	38,756	37,266
固定资产	45,616	41,953	45,275	46,112	43,572
无形资产	34,539	42,254	41,640	41,026	40,412
其他长期资产	13,505	21,738	22,225	22,713	23,200
长期资产总计	93,661	105,944	109,140	109,850	107,184
总资产	142,472	147,455	149,768	148,606	144,450
应付帐款	4,207	5,849	7,915	7,958	7,910
短期债务	24,302	31,138	26,476	27,825	21,964
其他流动负债	13,547	14,397	17,397	17,363	18,185
流动负债总计	42,056	51,384	51,789	53,147	48,059
长期借款	45,577	34,836	30,538	23,826	18,862
其他长期负债	9,037	7,832	7,832	7,832	7,832
股本	4,918	4,912	4,912	4,912	4,912
储备	30,452	32,227	37,760	41,247	46,318
股东权益	35,370	37,139	42,672	46,159	51,230
少数股东权益	10,432	16,265	16,937	17,643	18,468
总负债及权益	142,472	147,455	149,768	148,606	144,450
每股帐面价值(人民币)	7.19	7.56	8.69	9.40	10.43
每股有形资产(人民币)	0.17	(1.04)	0.21	1.04	2.20
每股净负债/(现金)(人民币)	9.41	9.36	8.57	7.83	6.03

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(%)	13.6	17.6	30.7	30.5	33.9
息税前利润率(%)	1.3	5.0	18.5	16.4	19.4
税前利润率(%)	1.7	8.1	20.1	18.1	21.6
净利率(%)	0.5	5.0	13.6	12.0	14.4
流动性					
流动比率(倍)	1.2	0.8	0.8	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	0.2	0.7	3.4	3.2	4.7
净权益负债率(%)	101.1	86.1	70.6	60.3	42.5
速动比率(倍)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	193.0	19.2	5.2	6.0	4.8
核心业务市盈率(倍)	193.0	19.2	5.2	6.0	4.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	207.0	20.6	5.6	6.4	5.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
价格/现金流(倍)	14.2	2.4	2.5	2.4	2.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.2	15.1	6.1	6.0	4.7
周转率					
存货周转天数	20.0	30.8	30.4	34.5	34.4
应收帐款周转天数	65.5	86.2	92.8	107.5	104.8
应付帐款周转天数	41.3	55.2	55.7	65.1	62.6
回报率					
股息支付率(%)	29.9	35.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	0.4	4.5	15.3	12.0	13.7
资产收益率(%)	0.1	0.8	4.2	3.7	4.6
已运用资本收益率(%)	1.6	2.1	7.7	6.8	8.4

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