



| | | |
|--------|------------|------------|
| 股票代码 | 600188.CH | 1171.HK |
| 评级 | 持有 | 买入 |
| 收盘价 | 人民币 11.95 | 港币 7.56 |
| 目标价 | 人民币 12.61 | 港币 9.28 |
| 原目标价 | 人民币 14.21 | 港币 9.48 |
| 上/下浮比例 | +6% | +23% |
| 目标价格基础 | 1.6倍17年市净率 | 0.9倍17年市净率 |
| 板块评级 | 中立 | 中立 |

兖州煤业

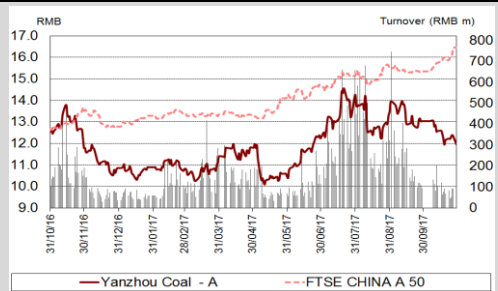
高收购费用拖累17年3季度业绩

兖州煤业宣布在中国会计准则下17年1-9月取得净利润48亿人民币，同比增长370%，与公司此前指引一致。由此推算得出17年3季度净利润16亿人民币，同比增长275%，环比增长11%。实际结果比我们的预测低25%，主要原因是计入收购Coal & Allied (C&A) 造成的一次性费用11.8亿人民币，以及实现煤价低于预期。在公布业绩后调整完毕之后，我们将国际财务报告准则下2017年盈利预测下调1%。鉴于目前股价较低，维持对H股的买入评级。

本报告亮点

- 中国会计准则下兖州煤业17年1-9月净利润同比增长3.7倍至48亿人民币，与公司此前指引一致。
- 实际利润比我们的预测低25%，主要是因为煤价低于预期以及11.8亿人民币的收购相关费用。
- 将H股2017年盈利预测下调1%。鉴于估值较低，维持买入评级。

股价表现 — A股



| | | | | |
|-------------|--------|-------|--------|--------|
| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
| 绝对 | 10.0 | (8.4) | (10.5) | (6.7) |
| 相对新华富时A50指数 | (18.6) | (4.7) | (19.0) | (36.7) |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 4,912 |
| 流通股(%) | 7 |
| 流通股市值(人民币百万) | 58,699 |
| 3个月日均交易额(人民币百万) | 248 |
| 净负债比率(%) (2017E) | 67 |
| 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10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

本研究报告是《Yanzhou Coal—3Q17 results dragged by high acquisition costs》的中文译本，英文原稿已于2017年10月31日出版

支撑评级的主要因素

- 17年3季度，公司自产煤实现煤价环比仅增长5%至492人民币/吨，低于我们预测的518人民币/吨。此外因收购C&A，公司共计入印花税和审计咨询费等11.8亿人民币。
- 17年1-9月，公司自产煤销量同比增长24%至5,200万吨，主要是因为三处新煤矿（转龙湾、石拉乌素、营盘壕）在16年下半年至17年9月期间陆续投入商业生产以及C&A的并入。但是，由于8月中旬起意外停产，山西能化17年1-9月销量同比下滑19%，其中3季度环比下滑61%。我们认为这与十九大期间严格的煤炭安全生产监控有关。
- 我们将国际财务报告准则下2017年盈利预测下调1%，主要体现山西煤矿意外面临的三个月停产，以及因收购产生的一次性费用。鉴于目前股价较低，我们依然认为H股具有吸引力。

评级面临的主要风险

- 煤价暴跌。
- 煤炭生产成本高于预期。

估值

- 我们将H股目标价从9.48港币下调至9.28港币。目标估值依然是0.9倍2017年预期市净率。
- A股方面，我们将目标估值从1.8倍2017年预期市净率下调至1.6倍2017年预期市净率，在此基础上将目标价从14.21人民币下调至12.61人民币。1.6倍2017年预期市净率处在该股近期交易区间的中位水平。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 | 152,126 | 179,034 | 185,198 |
| 变动(%) | 6 | 48 | 49 | 18 | 3 |
| 净利润(人民币百万) | 860 | 2,065 | 6,065 | 5,937 | 7,176 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.175 | 0.420 | 1.235 | 1.209 | 1.461 |
| 变动(%) | (51.3) | 140.5 | 193.8 | (2.1) | 20.9 |
| 市场预期每股收益(人民币) | - | - | 1.128 | 1.098 | 1.216 |
| 先前预测每股收益(人民币) | - | - | 1.249 | 1.197 | 1.450 |
| 调整幅度(%) | - | - | (10.4) | 23.9 | 0.7 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.175 | 0.420 | 1.235 | 1.209 | 1.461 |
| 变动(%) | (51.3) | 140.5 | 193.8 | (2.1) | 20.9 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 68.4 | 28.4 | 9.7 | 9.9 | 8.2 |
| 核心市盈率(倍) | 68.4 | 28.4 | 9.7 | 9.9 | 8.2 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.53 | 2.30 | 2.66 | 2.81 | 3.46 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 22.5 | 5.2 | 4.5 | 4.2 | 3.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 14.1 | 10.9 | 7.2 | 5.3 | 4.6 |
| 每股股息(人民币) | 0.010 | 0.120 | 0.408 | 0.395 | 0.471 |
| 股息率(%) | 0.1 | 1.0 | 3.4 | 3.3 | 3.9 |

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 | 42.9 | (1.7) | 2.6 | 28.1 |
| 相对恒生中国企业指数 | 19.8 | (7.7) | (4.9) | 6.6 |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 4,912 |
| 流通股(%) | 36 |
| 流通股市值(港币 百万) | 37,135 |
| 3 个月日均交易额 港币 百万 | 140 |
| 净负债比率(%) (2017E) | 67 |
| 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 10 月 30 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 | 49,632 | 58,411 | 60,422 |
| 变动(%) | (40) | (9) | 49 | 18 | 3 |
| 净利润(人民币 百万) | 164 | 1,649 | 6,669 | 6,455 | 7,694 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.033 | 0.336 | 1.358 | 1.314 | 1.566 |
| 变动(%) | (78.5) | 903.6 | 304.6 | (3.2) | 19.2 |
| 市场预期每股收益(人民币) | - | - | 1.183 | 0.955 | 1.062 |
| 先前预测每股收益(人民币) | - | - | 1.375 | 1.302 | 1.555 |
| 调整幅度(%) | - | - | (1.2) | 1.1 | 0.9 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.033 | 0.336 | 1.358 | 1.314 | 1.566 |
| 变动(%) | (55.2) | 903.6 | 304.6 | (3.2) | 19.2 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 192.6 | 19.2 | 4.7 | 4.9 | 4.1 |
| 核心市盈率(倍) | 192.6 | 19.2 | 4.7 | 4.9 | 4.1 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.46 | 2.64 | 2.62 | 3.34 | 3.89 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 14.1 | 2.4 | 2.5 | 1.9 | 1.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 17.2 | 15.1 | 6.3 | 4.8 | 4.0 |
| 每股股息(人民币) | 0.010 | 0.120 | 0.408 | 0.395 | 0.471 |
| 股息率(%) | 0.2 | 1.9 | 6.3 | 6.1 | 7.3 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 业绩摘要(A 股)

| 年结日: 12 月 31 日 (人民币, 百万) | 9M16 | 9M17 | 同比% | 3Q16 | 2Q17 | 3Q17 | 同比% | 环比% |
|--------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 损益表 | | | | | | | | |
| 主营业务收入 | 64,777 | 119,219 | 84.0 | 40,142 | 40,878 | 38,594 | (3.9) | (5.6) |
| 主营业务成本 | (57,123) | (103,285) | 80.8 | (37,104) | (36,038) | (32,525) | (12.3) | (9.7) |
| 销售税及其附加 | (624) | (1,549) | 148.1 | (199) | (571) | (445) | 123.2 | (22.0) |
| 主营业务利润 | 7,030 | 14,384 | 104.6 | 2,838 | 4,269 | 5,624 | 98.1 | 31.7 |
| 销售费用 | (1,904) | (2,467) | 29.6 | (768) | (749) | (1,005) | 30.9 | 34.2 |
| 管理费用 | (3,121) | (4,036) | 29.3 | (983) | (998) | (2,008) | 104.2 | 101.1 |
| 财务费用 | (1,621) | (2,028) | 25.1 | (576) | (693) | (758) | 31.6 | 9.3 |
| 减值亏损 | (6) | 10 | (252.4) | 87 | 51 | (41) | (146.6) | (179.7) |
| 公允价值变动收益或亏损 | (71) | 10 | (113.9) | (1) | 10 | 0 | (100.1) | (100.0) |
| 投资收入 | 482 | 705 | 46.1 | 97 | 274 | 258 | 164.9 | (6.1) |
| 经营利润 | 790 | 6,578 | 732.6 | 694 | 2,163 | 2,070 | 198.3 | (4.3) |
| 营业外收入 | 702 | 491 | (30.0) | 59 | 31 | 292 | 396.9 | 833.8 |
| 营业外费用 | (32) | (50) | 54.6 | (11) | (16) | (30) | 188.0 | 83.6 |
| 总利润 | 1,460 | 7,019 | 380.9 | 742 | 2,178 | 2,331 | 214.2 | 7.0 |
| 所得税 | (306) | (1,474) | 381.7 | (159) | (535) | (433) | 172.4 | (19.1) |
| 少数股东权益 | (136) | (762) | 461.4 | (157) | (202) | (304) | 93.0 | 50.1 |
| 股东净利润 | 1,018 | 4,783 | 369.9 | 426 | 1,441 | 1,594 | 274.6 | 10.7 |

资料来源: 公司数据

图表 2. 煤炭销售成本 (A 股)

| 销售成本(人民币/吨) - A 股 | 9M16 | 9M17 | 同比% | 3Q16 | 2Q17 | 3Q17 | 同比% | 环比% |
|-------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 总部 | 181 | 235 | 29.4 | 205 | 242 | 218 | 6.1 | (10.2) |
| 山西能化 | 123 | 196 | 58.5 | 122 | 197 | 265 | 117.5 | 34.0 |
| 菏泽能化 | 278 | 402 | 44.9 | 284 | 417 | 451 | 59.1 | 8.1 |
| 鄂尔多斯能化 | 114 | 124 | 8.4 | 141 | 150 | 130 | (8.0) | (13.5) |
| 昊盛煤业 | | 144 | | | 216 | 127 | | (41.0) |
| 兖煤澳洲 | 234 | 235 | 0.5 | 197 | 228 | 224 | 13.4 | (1.9) |
| 兖煤国际 | 228 | 242 | 6.1 | 237 | 228 | 244 | 3.0 | 7.0 |
| 外购煤 | 316 | 553 | 74.8 | 308 | 628 | 456 | 48.1 | (27.3) |
| 平均 - 自产煤 | 198 | 219 | 10.6 | 206 | 229 | 209 | 1.8 | (8.7) |

资料来源: 公司数据

图表 3. 经营数据

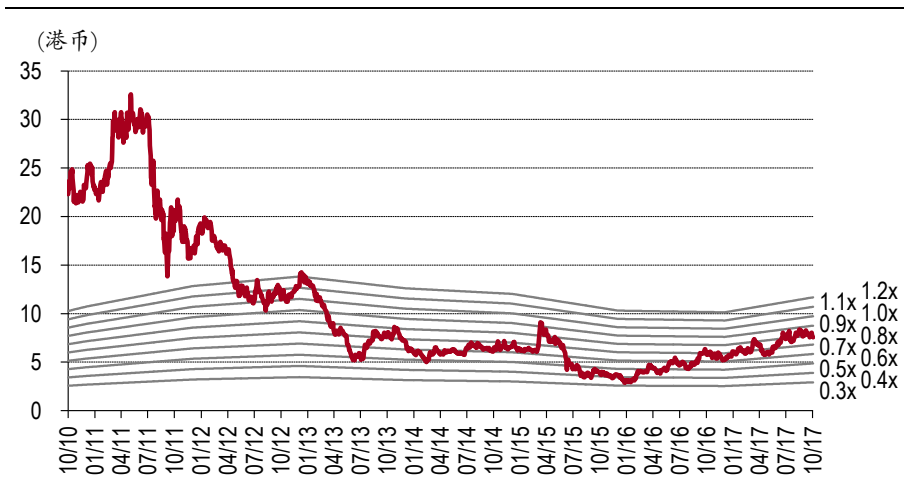
| | 9M16 | 9M17 | 同比% | 3Q16 | 2Q17 | 3Q17 | 同比% | 环比% |
|---------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| 销量 (百万吨) | | | | | | | | |
| 总部 | 24.77 | 23.76 | (4.1) | 8.25 | 9.03 | 7.66 | (7.0) | (15.1) |
| 山西能化 | 1.30 | 1.05 | (19.2) | 0.48 | 0.46 | 0.18 | (62.1) | (60.5) |
| 菏泽能化 | 2.08 | 1.38 | (33.9) | 0.60 | 0.38 | 0.57 | (4.5) | 52.7 |
| 鄂尔多斯能化 | 1.12 | 6.64 | 492.8 | 0.35 | 1.49 | 2.78 | 701.2 | 86.8 |
| 昊盛煤业 | - | 3.48 | | - | 0.91 | 1.38 | | 52.5 |
| 兖煤澳洲 | 8.57 | 11.01 | 28.5 | 3.05 | 3.04 | 4.77 | 56.4 | 57.0 |
| 兖煤国际 | 4.29 | 4.88 | 13.7 | 1.49 | 1.69 | 1.55 | 4.0 | (8.1) |
| 外购煤 | 8.57 | 12.09 | 41.1 | 3.93 | 4.20 | 3.68 | (6.2) | (12.3) |
| 合计 | 50.70 | 64.28 | 26.8 | 18.14 | 21.18 | 22.58 | 24.5 | 6.6 |
| 合计 - 自产煤 | 42.13 | 52.19 | 23.9 | 14.21 | 16.98 | 18.90 | 33.0 | 11.3 |
| 平均售价 (人民币/吨) | | | | | | | | |
| 总部 | 359 | 588 | 63.6 | 408 | 571 | 588 | 44.0 | 3.0 |
| 山西能化 | 186 | 345 | 85.1 | 203 | 332 | 322 | 58.8 | (3.2) |
| 菏泽能化 | 456 | 987 | 116.5 | 531 | 920 | 990 | 86.3 | 7.6 |
| 鄂尔多斯能化 | 203 | 236 | 15.8 | 166 | 228 | 248 | 49.7 | 8.7 |
| 昊盛煤业 | - | 292 | | - | 289 | 300 | | 3.7 |
| 兖煤澳洲 | 350 | 499 | 42.6 | 369 | 425 | 523 | 41.8 | 23.1 |
| 兖煤国际 | 279 | 324 | 16.1 | 304 | 257 | 370 | 21.7 | 44.0 |
| 外购煤 | 319 | 563 | 76.6 | 310 | 636 | 470 | 51.5 | (26.1) |
| 合计 | 340 | 500 | 47.0 | 366 | 503 | 489 | 33.6 | (2.8) |
| 合计 - 自产煤 | 345 | 486 | 40.9 | 381 | 470 | 492 | 29.2 | 4.9 |
| 铁路运输 | | | | | | | | |
| 运输量 (千吨) | 9,067 | 9,969 | 9.9 | 4,200 | 3,302 | 3,328 | (20.8) | 0.8 |
| 煤化工 | | | | | | | | |
| 甲醇产量 (千吨) | 1,204 | 1,164 | (3.3) | 403 | 313 | 430 | 6.7 | 37.4 |
| 甲醇销量 (千吨) | 1,246 | 1,149 | (7.8) | 446 | 320 | 432 | (3.1) | 35.0 |
| 收入 (人民币, 百万) | 1,653 | 2,095 | 26.7 | 583 | 541 | 784 | 34.5 | 44.7 |
| 销售成本 (人民币, 百万) | 1,101 | 1,569 | 42.6 | 368 | 524 | 539 | 46.4 | 2.9 |
| 平均售价 (人民币/吨) | 1,327 | 1,823 | 37.4 | 1,306 | 1,692 | 1,814 | 38.9 | 7.2 |
| 单位销售成本 (人民币/吨) | 883 | 1,365 | 54.6 | 826 | 1,638 | 1,249 | 51.1 | (23.8) |
| 电力 | | | | | | | | |
| 发电 (百万千瓦时) | 2,197 | 1,971 | (10.3) | 846 | 569 | 757 | (10.4) | 33.1 |
| 售电 (百万千瓦时) | 1,469 | 1,196 | (18.5) | 599 | 349 | 474 | (21.0) | 35.5 |
| 收入 (人民币, 百万) | 467 | 401 | (14.0) | 191 | 116 | 163 | (14.6) | 39.8 |
| 销售成本 (人民币, 百万) | 359 | 409 | 13.8 | 133 | 132 | 147 | 10.0 | 11.4 |
| 平均电价 (人民币/千瓦时) | 0.32 | 0.34 | 5.5 | 0.32 | 0.33 | 0.34 | 8.1 | 3.1 |
| 单位销售成本 (人民币/千瓦时) | 0.24 | 0.34 | 39.7 | 0.22 | 0.38 | 0.31 | 39.2 | (17.8) |

资料来源: 公司数据

图表 4. 主要预测变动

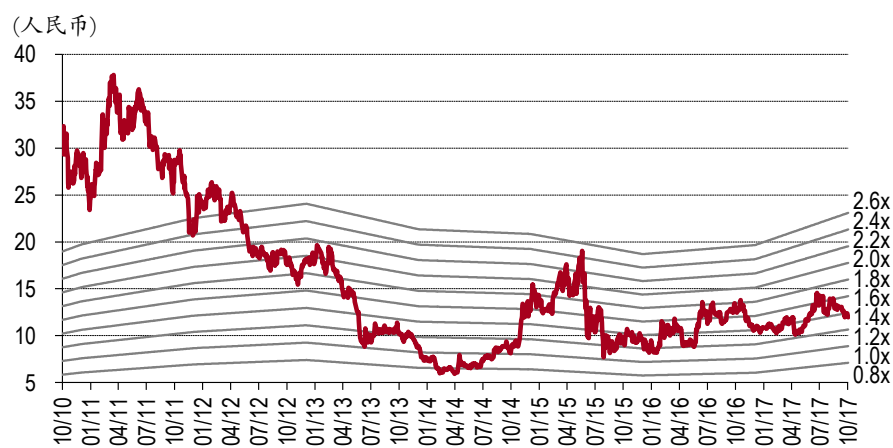
| 年结日: 12月31日 | 原预测 | | | 新预测 | | |
|----------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| | 2017E | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E |
| 销量(百万吨) | | | | | | |
| 总部 | 33.06 | 33.06 | 33.06 | 32.51 | 32.51 | 32.51 |
| 山西能化 | 1.66 | 1.66 | 1.66 | 1.25 | 1.25 | 1.25 |
| 菏泽能化 | 1.76 | 1.76 | 1.76 | 1.76 | 1.76 | 1.76 |
| 兖煤澳洲 | 12.47 | 15.42 | 17.64 | 12.47 | 15.42 | 17.64 |
| 兖煤国际 | 6.46 | 6.46 | 6.46 | 6.46 | 6.46 | 6.46 |
| 鄂尔多斯能化 | 11.20 | 22.20 | 28.20 | 11.20 | 22.20 | 28.20 |
| 外购煤 | 16.82 | 16.31 | 15.82 | 16.82 | 16.31 | 15.82 |
| 合计 | 83.42 | 96.86 | 104.59 | 82.45 | 95.90 | 103.63 |
| 平均售价(人民币/吨) | | | | | | |
| 总部 | 572 | 519 | 519 | 574 | 520 | 520 |
| 山西能化 | 338 | 307 | 307 | 338 | 307 | 307 |
| 菏泽能化 | 948 | 821 | 821 | 948 | 821 | 821 |
| 兖煤澳洲 | 468 | 403 | 399 | 468 | 403 | 399 |
| 兖煤国际 | 295 | 265 | 265 | 295 | 265 | 265 |
| 鄂尔多斯能化 | 246 | 223 | 218 | 246 | 223 | 218 |
| 外购煤 | 587 | 548 | 548 | 587 | 548 | 548 |
| 整体平均 | 435 | 359 | 340 | 435 | 359 | 340 |
| 单位生产成本(人民币/吨) | | | | | | |
| 总部 | 264 | 264 | 264 | 264 | 264 | 264 |
| 山西能化 | 194 | 194 | 194 | 194 | 194 | 194 |
| 菏泽能化 | 393 | 393 | 393 | 393 | 393 | 393 |
| 兖煤澳洲 | 259 | 210 | 188 | 263 | 219 | 194 |
| 兖煤国际 | 246 | 247 | 252 | 246 | 253 | 257 |
| 鄂尔多斯能化 | 175 | 135 | 107 | 175 | 135 | 107 |
| 外购煤 | 582 | 543 | 543 | 582 | 543 | 543 |
| 整体平均 | 336 | 288 | 264 | 338 | 290 | 265 |
| 自产煤 | 235 | 209 | 192 | 235 | 210 | 192 |

资料来源: 中银国际研究预测

图表 5. 市净率曲线(H股)


资料来源: 中银国际研究

图表 6. 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 | 69,007 | 101,982 | 152,126 | 179,034 | 185,198 |
| 销售成本 | (58,990) | (88,944) | (129,548) | (152,735) | (156,968) |
| 经营费用 | (2,954) | (3,907) | (5,845) | (3,178) | (3,109) |
| 息税折旧前利润 | 2,669 | 5,183 | 11,039 | 16,336 | 18,023 |
| 折旧及摊销 | (4,394) | (3,947) | (5,695) | (6,785) | (7,099) |
| 经营利润(息税前利润) | 7,063 | 9,130 | 16,734 | 23,121 | 25,122 |
| 净利息收入/(费用) | (2,052) | (2,219) | (1,696) | (1,764) | (1,524) |
| 其他收益/(损失) | 893 | 172 | 1,770 | 1,751 | 1,751 |
| 税前利润 | 1,511 | 3,136 | 11,113 | 16,323 | 18,250 |
| 所得税 | (680) | (843) | (3,162) | (4,652) | (5,201) |
| 少数股东权益 | 28 | (228) | (1,886) | (5,734) | (5,873) |
| 净利润 | 860 | 2,065 | 6,065 | 5,937 | 7,176 |
| 核心净利润 | 860 | 2,065 | 6,065 | 5,937 | 7,176 |
| 每股收益(人民币) | 0.175 | 0.420 | 1.235 | 1.209 | 1.461 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.175 | 0.420 | 1.235 | 1.209 | 1.461 |
| 每股股息(人民币) | 0.010 | 0.120 | 0.408 | 0.395 | 0.471 |
| 收入增长(%) | 6 | 48 | 49 | 18 | 3 |
| 息税前利润增长(%) | (35) | 94 | 113 | 48 | 10 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (13) | 29 | 83 | 38 | 9 |
| 每股收益增长(%) | (60) | 141 | 194 | (2) | 21 |
| 核心每股收益增长(%) | (51) | 141 | 194 | (2) | 21 |

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 | 11,113 | 16,323 | 18,250 |
| 折旧与摊销 | 4,394 | 3,947 | 5,695 | 6,785 | 7,099 |
| 净利息费用 | 2,052 | 2,219 | 1,696 | 1,764 | 1,524 |
| 运营资本变动 | (6,181) | (2,813) | (4,743) | (2,632) | (1,298) |
| 税金 | (680) | (843) | (817) | (2,805) | (3,848) |
| 其他经营现金流 | 1,521 | 5,656 | 129 | (5,613) | (4,747) |
| 经营活动产生的现金流 | 2,617 | 11,302 | 13,073 | 13,821 | 16,980 |
| 购买固定资产净值 | (6,582) | (7,226) | (24,023) | (6,703) | (4,028) |
| 投资减少/增加 | (1,554) | (3,936) | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 1,445 | 341 | 523 | 523 | 539 |
| 投资活动产生的现金流 | (6,691) | (10,821) | (23,500) | (6,180) | (3,490) |
| 净增权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 4,844 | (8,571) | 1,807 | (5,976) | (12,825) |
| 支付股息 | (98) | (49) | (589) | (2,002) | (1,940) |
| 其他融资现金流 | 1,972 | 4,207 | 8,854 | 0 | 0 |
| 融资活动产生的现金流 | 6,717 | (4,413) | 10,072 | (7,978) | (14,766) |
| 现金变动 | 2,644 | (3,932) | (355) | (338) | (1,276) |
| 期初现金 | 20,701 | 23,578 | 20,013 | 19,657 | 19,319 |
| 公司自由现金流 | (2,777) | 1,225 | (9,534) | 8,518 | 14,331 |
| 权益自由现金流 | (1,282) | (10,309) | (10,316) | (100) | (860) |

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 | 19,657 | 19,319 | 18,044 |
| 应收帐款 | 2,417 | 2,850 | 4,251 | 5,003 | 5,175 |
| 库存 | 2,000 | 2,654 | 2,906 | 2,935 | 2,914 |
| 其他流动资产 | 20,058 | 16,704 | 30,424 | 35,737 | 37,795 |
| 流动资产总计 | 48,053 | 42,220 | 57,239 | 62,995 | 63,927 |
| 固定资产 | 59,060 | 55,385 | 62,772 | 63,835 | 61,909 |
| 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 | 110,232 | 110,736 | 108,791 |
| 总资产 | 139,062 | 145,622 | 167,470 | 173,731 | 172,718 |
| 应付帐款 | 3,550 | 4,678 | 6,477 | 7,637 | 7,848 |
| 短期债务 | 14,398 | 17,845 | 20,976 | 21,825 | 18,964 |
| 其他流动负债 | 23,208 | 29,025 | 26,223 | 26,576 | 26,710 |
| 流动负债总计 | 41,156 | 51,548 | 53,677 | 56,039 | 53,523 |
| 长期借款 | 43,648 | 32,980 | 45,488 | 38,926 | 28,962 |
| 其他长期负债 | 11,257 | 10,044 | 9,814 | 9,814 | 9,814 |
| 股本 | 4,918 | 4,912 | 4,912 | 4,912 | 4,912 |
| 储备 | 28,228 | 30,449 | 33,812 | 38,539 | 44,133 |
| 股东权益 | 33,146 | 35,361 | 38,724 | 43,451 | 49,045 |
| 少数股东权益 | 9,855 | 15,690 | 19,768 | 25,502 | 31,374 |
| 总负债及权益 | 139,062 | 145,622 | 167,470 | 173,731 | 172,718 |
| 每股帐面价值(人民币) | 6.74 | 7.20 | 7.88 | 8.85 | 9.98 |
| 每股有形资产(人民币) | 2.96 | 1.82 | 2.51 | 3.47 | 4.62 |
| 每股净负债(现金)(人民币) | 7.01 | 6.27 | 9.53 | 8.43 | 6.08 |

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 | 11.0 | 12.9 | 13.6 |
| 息税前利润率(%) | 3.9 | 5.1 | 7.3 | 9.1 | 9.7 |
| 税前利润率(%) | 2.2 | 3.1 | 7.3 | 9.1 | 9.9 |
| 净利率(%) | 1.2 | 2.0 | 4.0 | 3.3 | 3.9 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.2 | 0.8 | 1.1 | 1.1 | 1.2 |
| 利息覆盖率(倍) | 0.8 | 1.7 | 4.3 | 6.2 | 7.6 |
| 净权益负债率(%) | 80.2 | 60.4 | 80.0 | 60.1 | 37.2 |
| 速动比率(倍) | 1.1 | 0.8 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 68.4 | 28.4 | 9.7 | 9.9 | 8.2 |
| 核心业务市盈率(倍) | 68.4 | 28.4 | 9.7 | 9.9 | 8.2 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 72.2 | 30.0 | 10.2 | 10.4 | 8.6 |
| 市净率(倍) | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.2 |
| 价格/现金流(倍) | 22.5 | 5.2 | 4.5 | 4.2 | 3.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 14.1 | 10.9 | 7.2 | 5.3 | 4.6 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 12.4 | 9.5 | 7.8 | 7.0 | 6.8 |
| 应收帐款周转天数 | 13.7 | 9.4 | 8.5 | 9.4 | 10.0 |
| 应付帐款周转天数 | 16.9 | 14.7 | 13.4 | 14.4 | 15.3 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 5.7 | 28.6 | 33.0 | 32.7 | 32.2 |
| 净资产收益率(%) | 2.5 | 6.0 | 16.4 | 14.5 | 15.5 |
| 资产收益率(%) | 1.1 | 2.7 | 5.0 | 6.8 | 7.4 |
| 已运用资本收益率(%) | 4.0 | 5.8 | 10.5 | 13.5 | 14.6 |

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 | 49,632 | 58,411 | 60,422 |
| 销售成本 | (30,250) | (23,808) | (32,914) | (38,963) | (39,452) |
| 经营费用 | (1,213) | (3,594) | (1,215) | 607 | 920 |
| 息税折旧前利润 | 457 | 1,675 | 9,808 | 13,269 | 14,791 |
| 折旧及摊销 | (4,483) | (4,195) | (5,695) | (6,785) | (7,099) |
| 经营利润(息税前利润) | 4,940 | 5,870 | 15,503 | 20,054 | 21,890 |
| 净利息收入/(费用) | (1,188) | (1,758) | (1,696) | (1,764) | (1,524) |
| 其他收益/(损失) | 1,353 | 2,778 | 2,620 | 2,620 | 2,620 |
| 税前利润 | 622 | 2,695 | 10,732 | 14,126 | 15,887 |
| 所得税 | (490) | (817) | (2,805) | (3,848) | (4,278) |
| 少数股东权益 | 32 | (229) | (1,257) | (3,822) | (3,915) |
| 净利润 | 164 | 1,649 | 6,669 | 6,455 | 7,694 |
| 核心净利润 | 164 | 1,649 | 6,669 | 6,455 | 7,694 |
| 每股收益(人民币) | 0.033 | 0.336 | 1.358 | 1.314 | 1.566 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.033 | 0.336 | 1.358 | 1.314 | 1.566 |
| 每股股息(人民币) | 0.010 | 0.120 | 0.408 | 0.395 | 0.471 |
| 收入增长(%) | (40) | (9) | 49 | 18 | 3 |
| 息税前利润增长(%) | (68) | 267 | 485 | 35 | 11 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (12) | 19 | 164 | 29 | 9 |
| 每股收益增长(%) | (79) | 904 | 305 | (3) | 19 |
| 核心每股收益增长(%) | (55) | 904 | 305 | (3) | 19 |

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 | 19,657 | 19,319 | 18,044 |
| 应收帐款 | 5,977 | 9,736 | 14,523 | 17,092 | 17,680 |
| 库存 | 1,852 | 2,162 | 2,906 | 2,935 | 2,914 |
| 其他流动资产 | 17,404 | 9,601 | 10,101 | 10,101 | 10,101 |
| 流动资产总计 | 48,811 | 41,511 | 47,188 | 49,447 | 48,739 |
| 固定资产 | 45,616 | 41,953 | 49,340 | 50,403 | 48,477 |
| 无形资产 | 34,539 | 42,254 | 66,538 | 65,924 | 65,310 |
| 其他长期资产 | 13,505 | 21,738 | 24,291 | 25,029 | 25,767 |
| 长期资产总计 | 93,661 | 105,944 | 140,169 | 141,356 | 139,554 |
| 总资产 | 142,472 | 147,455 | 187,357 | 190,803 | 188,293 |
| 应付帐款 | 4,207 | 5,849 | 7,862 | 7,940 | 7,882 |
| 短期债务 | 24,302 | 31,138 | 20,976 | 21,825 | 18,964 |
| 其他流动负债 | 13,547 | 14,397 | 24,588 | 25,381 | 26,073 |
| 流动负债总计 | 42,056 | 51,384 | 53,426 | 55,146 | 52,919 |
| 长期借款 | 45,577 | 34,836 | 45,488 | 38,926 | 28,962 |
| 其他长期负债 | 9,037 | 7,832 | 19,065 | 19,065 | 19,065 |
| 股本 | 4,918 | 4,912 | 4,912 | 4,912 | 4,912 |
| 储备 | 30,452 | 32,227 | 38,310 | 42,776 | 48,542 |
| 股东权益 | 35,370 | 37,139 | 43,222 | 47,688 | 53,454 |
| 少数股东权益 | 10,432 | 16,265 | 26,156 | 29,978 | 33,893 |
| 总负债及权益 | 142,472 | 147,455 | 187,357 | 190,803 | 188,293 |
| 每股帐面价值(人民币) | 7.19 | 7.56 | 8.80 | 9.71 | 10.88 |
| 每股有形资产(人民币) | 0.17 | (1.04) | (4.75) | (3.71) | (2.41) |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 9.41 | 9.36 | 9.53 | 8.43 | 6.08 |

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 | 10,732 | 14,126 | 15,887 |
| 折旧与摊销 | 4,483 | 4,195 | 5,695 | 6,785 | 7,099 |
| 净利息费用 | 1,188 | 1,758 | 1,696 | 1,764 | 1,524 |
| 运营资本变动 | 116 | 5,331 | (3,518) | (2,520) | (625) |
| 税金 | (1,556) | (1,251) | (817) | (2,805) | (3,848) |
| 其他经营现金流 | (2,611) | 250 | (934) | (934) | (934) |
| 经营活动产生的现金流 | 2,242 | 12,978 | 12,854 | 16,416 | 19,103 |
| 购买固定资产净值 | (12,465) | (8,026) | (24,023) | (6,703) | (4,028) |
| 投资减少/增加 | 3,134 | (2,077) | 2,814 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 74 | (4,665) | (379) | (320) | (73) |
| 投资活动产生的现金流 | (9,257) | (14,768) | (21,588) | (7,024) | (4,101) |
| 净增权益 | (19) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 11,340 | (5,374) | 1,807 | (5,976) | (12,825) |
| 支付股息 | (98) | (49) | (589) | (2,002) | (1,940) |
| 其他融资现金流 | (1,336) | 3,704 | 7,157 | (1,764) | (1,524) |
| 融资活动产生的现金流 | 9,886 | (1,719) | 8,375 | (9,742) | (16,290) |
| 现金变动 | 2,871 | (3,509) | (359) | (350) | (1,288) |
| 期初现金 | 20,472 | 23,578 | 20,013 | 19,657 | 19,319 |
| 公司自由现金流 | (5,718) | (1,047) | (7,841) | 10,270 | 15,844 |
| 权益自由现金流 | 3,137 | (8,922) | (8,624) | 1,652 | 652 |

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 | 31.2 | 34.3 | 36.2 |
| 息税前利润率(%) | 1.3 | 5.0 | 19.8 | 22.7 | 24.5 |
| 税前利润率(%) | 1.7 | 8.1 | 21.6 | 24.2 | 26.3 |
| 净利率(%) | 0.5 | 5.0 | 13.4 | 11.1 | 12.7 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.2 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 利息覆盖率(倍) | 0.2 | 0.7 | 3.8 | 5.0 | 6.3 |
| 净权益负债率(%) | 101.1 | 86.1 | 67.5 | 53.3 | 34.2 |
| 速动比率(倍) | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 192.6 | 19.2 | 4.7 | 4.9 | 4.1 |
| 核心业务市盈率(倍) | 192.6 | 19.2 | 4.7 | 4.9 | 4.1 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 236.4 | 23.6 | 5.8 | 6.0 | 5.0 |
| 市净率(倍) | 0.9 | 0.9 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 价格/现金流(倍) | 14.1 | 2.4 | 2.5 | 1.9 | 1.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 17.2 | 15.1 | 6.3 | 4.8 | 4.0 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 20.0 | 30.8 | 28.1 | 27.4 | 27.1 |
| 应收帐款周转天数 | 65.5 | 86.2 | 89.2 | 98.8 | 105.0 |
| 应付帐款周转天数 | 41.3 | 55.2 | 50.4 | 49.4 | 47.8 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 29.9 | 35.7 | 30.0 | 30.1 | 30.0 |
| 净资产收益率(%) | 0.4 | 4.5 | 16.6 | 14.2 | 15.2 |
| 资产收益率(%) | 0.1 | 0.8 | 4.3 | 5.1 | 5.7 |
| 已运用资本收益率(%) | 1.6 | 2.1 | 8.4 | 10.3 | 11.4 |

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容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。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