

兖州煤业(600188)/煤炭开采

产量增加明显, 业绩符合预期

评级: 买入(维持)

市场价格: 12.44

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

电话:

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

联系人: 陈晨

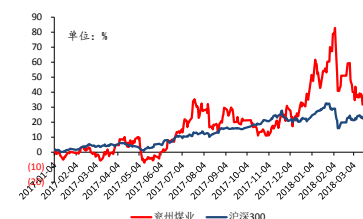
电话:

Email:

基本状况

总股本(百万股)	4,912
流通股本(百万股)	2,960
市价(元)	12.44
市值(百万元)	513,00
流通市值(百万元)	368,00

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 兖州煤业(600188.SH)业绩预增点评: 符合预期, 享受量、价双弹性
- 2 兖州煤业(600188.SH)三季报点评: 内生增长最好的煤炭企业, Q3产销量环比提升
- 3 兖州煤业(600188.SH)年报点评: 内蒙和澳洲布局主业, 2017年产量将增加显著

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	101,982.	151,227.7	177,511.9	191,125.0	203,425.
增长率 yoy%	47.8%	48.3%	17.4%	7.7%	6.4%
净利润	2064.585	6770.618	10,340.10	10,626.61	10,312.9
增长率 yoy%	140.2%	227.9%	52.7%	2.8%	-3.0%
每股收益(元)	0.420	1.378	2.105	2.163	2.100
每股现金流量	1.31	3.27	0.57	6.43	0.49
净资产收益率	4.9%	12.3%	18.4%	16.9%	14.9%
P/E	29.60	9.03	5.91	5.75	5.93
PEG	0.39	0.58	0.04	0.08	0.38
P/B	1.45	1.11	1.09	0.97	0.88

备注:

投资要点

- **事件:** 公司披露 2017 年度报告, 实现营业收入 1512.3 亿元 (+47.85%), 归属于上市公司股东净利润 67.7 亿元 (+213.2%), 扣非后为 57.5 亿元 (+296.2%), 每股收益 1.38 元 (+213%), 加权平均 ROE 为 14% (+8.83pct)。拟每 10 股派发现金红利 4.8 元, 共计分红 23.6 亿元, 分红率 35%, 股息率 3.9%。
- **业绩符合预期。** 公布的业绩位于前期公布的预增区间 60.55-71.35 亿元之内, 符合预期。由于 2017 年 12 月公司完成了对兖矿财务公司 65% 股权的收购, 公司对前期财务报表进行了追溯调整, 调整后前三季度权益净利润 48.8 亿元, 相比约增加 1 亿元, 其中 Q1-Q4 分别实现权益净利润为 17.8/14.8/16.3/18.9 亿元。
- **受益于新矿投产和联合煤炭公司(C&A)并表, 公司原煤产量增加 28.3%。** 报告期内公司实现原煤产量 8562 万吨 (+28.3%), 商品煤销量 9680 万吨 (+29%), 其中自产商品煤产、销量 7992 万吨 (+28%)、7775 万吨 (+28%), 外购煤销量 1905 万吨 (+33.6%)。第 4 季度, 公司自产商品煤产/销量分别为 2564/2556 万吨, 环比分别增加 608/666 万吨, 基本符合预期(备注: 1200 万吨的营盘壕煤矿和商品煤量约 2600 万吨的 C&A 公司自 2017 年 9 月份分别投产和并入报表)。根据我们的预测, 2018 年自产商品煤产量将达到 1.1 亿吨左右, 同比增加 3000 万吨以上。
- **第四季度吨煤盈利能力创年内新高。** 报告期内, 煤炭行业供需紧平衡, 煤价中枢进一步上升, 公司实现吨煤销售均价 500.7 元 (+28%), 吨煤销售成本 266.3 元 (+11%), 吨煤毛利达到 226 元/吨 (+76 元/吨), 吨煤盈利能力达到 2011 和 2012 年的平均水平。第四季度来看, 公司吨煤售价 502 元/吨 (环比+13 元/吨), 吨煤成本 251.4 元/吨 (环比+6.6 元/吨), 吨煤毛利 250 元/吨 (环比增加 6 元/吨), 吨煤盈利能力创年内新高。
- **甲醇业务量跌价升, 盈利能力增强。** 报告期内, 公司第二大利润来源甲醇业务, 实现产销量皆为 161 万吨, 同比-1.6%和-3.8%, 甲醇单位售价为 1930 元/吨 (+32.2%), 单位成本 1371 元/吨 (+26%), 毛利率为 29% (+3.7pct)。该项业务共计实现营业收入 31.1 亿元 (+27.1%), 毛利额 9.0 亿元 (+45.6%), 占公司总毛利比重约 4%, 同比下降 1.1pct。
- **收购优质煤矿股权和增资浙商银行, 进一步加强“实业+贸易+金融”布局。** 根据协议, 兖煤澳洲(持股 65.5%)以 2.3 亿美元收购了沃克沃思(Warkworth) 28.9% 的股权, 使得该矿权益占比提升至 84.5%, 该矿商品煤产量约 800 万吨, 吨煤净利润约 200 元/吨(假设澳元兑人民币 1:5), 该收购可贡献每年新增利润约 3 亿元。另据公告, 全资子公司兖煤国际以 4.8 港币/股的价格认购浙商银行增发的 4.2 亿股, 合计 20.2 亿港元(约 16.2 亿人民币), 本次增资后公司对浙商银行的持股将从 2.86% 提升至 4.99%, 进一步金融业务布局。
- **期间费用率略有下降, 大额计提资产减值损失。** 报告期内, 公司销售费用 38.5 亿元 (+49%), 一方面兖煤澳洲和兖煤国际按销售收入比例支付的资源特许权使用费同比增加 5.9 亿元, 另一方面运费及港口费用同比增加 4.9 亿元。管理费用 43.9 亿元, 同比+20.3%。财务费用 36.7 亿元 (+65.1%), 一方面利息支出同比增加 7.6 亿元, 另一方面兖煤国际汇兑损失同比增加 6.5 亿元。三项期间费用率 7.9%, 同比略降 0.4pct。报告期内, 公司计提资产减值损失 22.23 亿元, 影响归母净利润 16.9 亿元, 主要是对应收账款坏账准备计提 7.3 亿元, 内蒙古鑫泰公司(文玉煤矿)计提资产减值准备 14.9 亿元。
- **“内生+外延”, 2018 年产量将进入快速扩张期。** 公司前期在内蒙和澳洲进行

大量资本开支，从 2016 年起开始进入收获期。2016 年投产的煤矿包括鄂尔多斯能化（持股 100%）旗下的转龙湾煤矿（500 万吨/年）以及兖煤澳洲（持股 65.5%）旗下的莫拉本二期露天矿（700 万吨/年）。2017 年起，昊盛煤业（持股 77.75%）的石拉乌素煤矿（1000 万吨/年），同属鄂尔多斯能化旗下的营盘壕煤矿（1200 万吨/年）以及莫拉本煤矿二期井工矿（600 万吨）先后投产，2018 年投产煤矿经磨合后有望逐渐释放产量，预计新增 1000 万吨以上。与此同时，收购的优质资产联合煤炭（C&A）2018 年将实现全年并表，贡献商品煤新增量约 2000 万吨。通过“内生+外延”布局，我们预计到 2019 年公司自产商品煤量有望达到约 1.2 亿吨，实现 2016 年的翻倍增长。

- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2018-2020 年归属于母公司的净利润分别为 103.4、106.3、103.1 亿元，折合 EPS 分别是 2.11、2.16、2.10 元/股（暂不考虑 2018 年非公开发行约 6.47 亿股），维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济低迷；行政性去产能的不确定性。

图表 1: 公司业务拆分详细

1、煤炭业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016A	2017H	2017A	2018E	2019E	2020E
原煤产量 (万吨)	5,764.60	6,866.40	7,380.00	7,259.60	6,847.80	3,159.00	6673.80	3640.30	8562.00	13135.00	13855.00	13885.00
yoy		19.1%	7.5%	-1.6%	-5.7%		-2.5%	15.2%	28.3%	53.4%	5.5%	0.2%
商品煤产量 (万吨)	5,091.10	6,278.20	6,699.50	6,689.00	6,286.90	2,924.90	6236.50	3471.90	7992.4	11152.5	11802.5	11822.5
yoy		23.3%	6.7%	-0.2%	-6.0%		-0.8%	18.7%	28.2%	221.2%	47.7%	6.0%
商品煤洗选率 (%)	88.32%	91.43%	90.78%	92.14%	91.81%	92.59%	93.45%	95.37%	93.35%	84.91%	85.19%	85.15%
销量 (万吨)	6,425.00	9,382.60	10,399.50	12,307.10	8,723.80	3,255.70	7496.90	4169.70	9680.20	12952.50	13602.50	13622.50
产销率	126%	149%	155%	184%	139%	111%	120%	120%	121%	116%	115%	115%
其中: 自产煤					6017	2,791.5	6071	3329	7775	11153	11803	11823
自产煤产销比 (%)					96%	95%	97%	97%	97%	100%	100%	100%
其中: 贸易煤					2707	464	1426	841	1905	1800	1800	1800
单位价格 (元/吨)	723.34	604.30	523.53	475.66	376.84	326	391	506	501	499	494	495
yoy		-16.5%	-13.4%	-9.1%	-20.8%		3.7%	55.3%	28.1%	-0.3%	-1.0%	0.1%
销售收入 (百万元)	46,474.84	56,699.31	54,444.84	58,539.35	32,874.90	10,619.00	29,295.37	21,119.20	48,472	64,682	67,241	67,386
yoy		22.00%	-3.98%	7.52%	-43.84%		-10.89%	98.88%	65.5%	33.4%	4.0%	0.2%
单位成本 (元/吨)	411.74	453.21	397.68	378.22	271.68	206.59	240.14	289.52	274.38	267.76	270.57	276.26
yoy		10%	-12%	-5%	-28%		-12%	40%	14.3%	-2.4%	1.1%	2.1%
销售成本 (百万元)	26,454.29	42,522.63	41,356.33	46,548.36	23,700.74	6,725.8	18,003.08	12,072.20	26,560	34,682	36,805	37,633
yoy		60.74%	-2.74%	12.55%	-49.08%		-24.04%	79.49%	47.5%	30.6%	6.1%	2.3%
毛利率	43%	25%	24%	20%	28%	37%	39%	43%	45.20%	46.38%	45.26%	44.15%
毛利 (百万元)	20,021	14,177	13,089	11,991	9,174	3,893	11,292	9,047	21,911	30,000	30,436	29,753
吨煤毛利 (元/吨)	312	151	126	97	105	120	151	217	226	232	224	218
2、煤化工业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016A	2017H	2017A	2018E	2019E	2020E
甲醇产量 (万吨)	53.20	57.20	60.90	64.50	167.10	80.10	164.10	73.40	161.4	160.0	160.0	160
yoy		7.5%	6.5%	5.9%	159.1%		-1.8%	-8.4%	-1.6%	-0.9%	0.0%	0.0%
甲醇销量 (万吨)	52.90	57.40	59.90	65.50	160.80	80.00	167.50	71.70	161.10	160.00	160.00	160.00
产销率	99.44%	100.35%	98.36%	101.55%	96.23%	99.88%	102.07%	97.68%	99.81%	100.00%	100.00%	100.00%
单位价格 (元/吨)	2002.50	1947.65	1929.45	1825.13	1408.43	1338.05	1460.11	1828.84	1929.81	2026.30	2087.09	2149.70
yoy		-2.7%	-0.9%	-5.4%	-22.8%		3.7%	36.7%	32.2%	5.0%	3.0%	3%
销售收入 (百万元)	1059.32	1117.95	1155.74	1195.46	2264.75	1070.44	2,445.69	1,311.28	3,108.92	3,242.08	3,339.34	3,439.52
单位成本 (元/吨)	1581.18	1409.95	1316.14	937.06	912.40	912.40	1090.90	1411.79	1370.78	1411.90	1454.26	1497.89
yoy		-11%	-7%	-29%	16%		55%	26%	3%	3%	3%	3%
销售成本 (百万元)	930.82	907.6	844.56	862.07	1506.79	729.919	1,827.26	1,012.25	2,208.33	2,259.04	2,326.82	2,396.62
毛利率	12.1%	18.8%	26.9%	27.9%	33.5%	31.8%	25.3%	22.8%	29.0%	30.3%	30.3%	30.3%
毛利 (百万元)	128.50	210.35	311.18	333.39	757.96	340.52	618.43	299.03	900.596	983.03	1,012.52	1,042.90
yoy		369	417	559								
3、铁路运输业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016A	2017H	2017A	2018E	2019E	2020E
铁路货运量 (万吨)	1808.90	1,751.90	1,825.00	1,656.50	1,599.30	487.00	1,344.30	664.00	1,439.00	1,510.95	1,586.50	1,665.82
yoy		-3.2%	4.2%	-9.2%	-3.5%		-15.9%	36.3%	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%
运输价格 (元/吨)	26.36	26.49	25.09	22.55	20.47	20.55	21.38	20.96	21.05	21.47	21.90	22.34
yoy		0.5%	-5.3%	-10.1%	-9.3%		4.4%	2.0%	-1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
销售收入 (百万元)	476.85	464.07	457.90	373.62	327.31	100.08	287.36	139.20	302.90	324.40	347.43	372.10
单位成本 (元/吨)	20.09	16.98	15.16	14.43	11.67	11.67	12.40	10.26	12.00	12.24	12.48	12.73
yoy		-15.5%	-10.7%	-4.8%	-24.0%		-14.0%	-12.0%	-3.3%	2.0%	2.0%	2.0%
销售成本 (百万元)	335.50	351.93	309.81	251.14	230.76	56.83	166.76	68.15	172.62	184.88	198.00	212.06
毛利率	29.6%	24.2%	32.3%	32.8%	29.5%	43.2%	42.0%	51.0%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
毛利 (百万元)	141.35	112.14	148.09	122.48	96.55	43.3	120.6	71.0	130.3	139.5	149.4	160.0
4、电力业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016A	2017H	2017A	2018E	2019E	2020E
发电量 (万千瓦时)	136,705	115,519	123,442	160,512	263,952	135,118	277,715	121,316	267,434	280,806	294,846	309,588
yoy		-15.5%	6.9%	30.0%	64.4%		5.2%	-10.2%	3.7%	5.0%	5.0%	5.0%
售电量 (万千瓦时)	93,265	85,640	87,910	72,249	167,736	86,941	179,907	72,279	165,942	168,483	176,908	185,753
产销率	68%	74%	71%	45%	64%	64%	65%	60%	62%	60%	60%	60%
单位价格 (元/千瓦时)	0.35	0.38	0.38	0.33	0.36	0.32	0.32	0.33	0.34	0.35	0.35	0.36
yoy		7%	0%	-12%	7%		-11%	4%	7%	2%	2%	2%
销售收入 (百万元)	327.97	323.65	332.13	241.49	598.61	276.30	572.52	238.51	563.13	584.78	626.30	670.76
单位成本 (元/千瓦时)	0.39	0.39	0.35	0.21	0.28	0.25	0.26	0.35	0.34	0.36	0.38	0.39
yoy		-1%	-9%	-40%	32%		-7%	40%	32%	5%	5%	5%
销售成本 (百万元)	364.23	331.02	308.75	151.25	464.24	218.97	462.36	255.29	563.12	601.96	663.66	731.69
毛利率	-11.06%	-2.28%	7.04%	37.37%	22.45%	20.75%	19.24%	-7.03%	0.00%	-2.94%	-5.97%	-9.08%
毛利 (百万元)	-36.3	-7.4	23.4	90.2	134.4	57	110	-17	0	-17	-37	-61
5、热力业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016A	2017H	2017A	2018E	2019E	2020E
热力产量 (万吨)	128.00	144.00	132.00	130.00	130.00	87.00	133.00	87.00	138.00	144.90	152.15	159.75
yoy		12.5%	-8.3%	-1.5%	0.0%		2.3%	0.0%	3.8%	5.0%	5.0%	5.0%
热力销量 (万吨)	17.00	23.00	5.00	9.00	12.00	4.00	5.00	5.00	10.00	10.14	10.65	11.18
产销率	13.3%	16.0%	3.8%	6.9%	9.2%	4.6%	3.8%	5.7%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%
单位价格 (元/吨)	120.41	173.57	224.40	231.67	229.58	252.10	247.98	218.92	225.83	237.12	248.98	261.43
yoy		44.1%	29.3%	3.2%	-0.9%		8.0%	-13.2%	-8.9%	5.0%	5.0%	5.0%
销售收入 (百万元)	20.5	39.9	11.2	20.9	27.6	10.1	12.40	10.95	22.58	24.05	26.52	29.23
单位成本 (元/吨)	81.06	109.26	134.20	124.89	111.25	107.25	115.92	94.20	127.55	131.38	135.32	139.38
yoy		34.8%	22.8%	-6.9%	-10.9%		4.2%	-12.2%	10.0%	3.0%	3.0%	3.0%
销售成本 (百万元)	13.78	25.13	6.71	11.24	13.35	4.29	5.80	4.71	12.76	13.33	14.41	15.59
毛利率	32.7%	37.0%	40.2%	46.1%	51.5%	57.5%	53.3%	57.0%	43.5%	44.6%	45.7%	46.7%
毛利 (百万元)	6.7	14.8	4.5	9.6	14.2	5.8	6.6	6.2	10	11	12	14
6、机电装备业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016A	2017H	2017A	2018E	2019E	2020E
销售收入 (百万元)					423	505	659	103.4	203	243.30	292	350.36
yoy							56%	-80%	-50%	20%	20%	20%
销售成本 (百万元)					406.83	407.40	531.69	44.92	125	137.84	152	166.79
yoy							31%	-89%	-60%	10%	10%	10%
毛利率					3.8%	19.3%	19.3%	56.6%	38.2%	43.3%	48.1%	52.4%
毛利 (百万元)					15.86	97.43	127.41	58.48	77.44	105.46	140.34	183.57
7、其他业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016A	2017H	2017A	2018E	2019E	2020E
销售收入 (百万元)	408.89	1,028.65	2,324.76	3,551.97	32,491.57	12,054.48	68,709.78	57,701.71	98,555.82	108,411.41	119,252.55	131,177.80
yoy		151.57%	126.00%	52.79%	814.75%		111.47%	378.67%	43.44%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	867.02	1,160.08	2,785.04	3,879.94	32,667.67	11,875.08	67,947.43	57,302.75	96,445.47	107,327.29	118,060.02	129,866.02
毛利率	-112.0%	-12.8%	-19.8%	-9.2%	-0.5%	1.5%	1.1%	0.7%	2.1%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利 (百万元)	-458.13	-131.43	-460.29	-327.97	-176.10	179.40	762.35	398.96	2,110.36	1,084.11	1,192.53	1,311.78
销售收入合计 (百万元)	48,768.34	59,673.55	58,726.59	63,922.74	69,007.38	24,635.22	101,982.21	80,624.24	151,227.78	177,511.96	191,125.06	203,425.88
yoy		22.36%	-1.59%	8.85%	7.95%		47.78%	227.27%	48.29%	17.38%	7.67%	6.44%
销售成本合计 (百万元)	28,965.64	45,298.39	45,611.20	51,704.00	58,990.38	20,018.29	88,944.37	70,760.28	126,087.98	145,205.92	158,219.13	171,021.69
毛利合计 (百万元)	19,802.70	14,375.16	13,115.39	12,218.74	10,017.00	4,616.93	13,037.85	9,863.97	25,139.80	32,306.04	32,905.93	32,404.19
yoy		-27.41%	-8.76%	-6.84%	-18.02%		30.16%	113.65%	92.82%	28.51%	1.86%	-1.52%
毛利率	40.61%	24.09%	22.33%	19.11%	14.52%	18.74%	12.78%	12.23%	16.62%	18.20%	17.22%	15.93%

来源: 中泰证券研究所

图表 2：三张报表摘要

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	101,982.2	151,227.8	177,512.0	191,125.1	203,425.9	成长性					
减：营业成本	88,944.4	126,088.0	145,205.9	158,219.1	171,021.7	营业收入增长率	47.8%	48.3%	17.4%	7.7%	6.4%
营业税费	1,646.2	3,056.5	3,550.2	3,822.5	4,068.5	营业利润增长率	176.4%	288.5%	70.0%	2.9%	-3.1%
销售费用	2,580.4	3,848.3	4,437.8	4,778.1	5,085.6	净利润增长率	140.2%	227.9%	52.7%	2.8%	-3.0%
管理费用	3,628.1	4,389.3	5,325.4	5,733.8	6,102.8	EBITDA增长率	16.5%	103.9%	35.7%	1.0%	-4.1%
财务费用	2,219.5	3,665.7	3,622.9	3,252.4	2,620.0	EBIT增长率	57.0%	178.5%	49.8%	0.4%	-5.9%
资产减值损失	1,375.4	2,223.4	1,000.0	500.0	200.0	NOPLAT增长率	132.5%	216.6%	55.1%	0.4%	-5.9%
加：公允价值变动收益	-31.1	60.2	-	-	-	投资资本增长率	-3.8%	33.4%	14.5%	-17.2%	15.6%
投资和汇兑收益	762.1	958.9	950.0	950.0	950.0	净资产增长率	18.7%	51.4%	4.0%	10.6%	9.3%
营业利润	2,319.4	9,011.8	15,319.8	15,769.2	15,277.2	利润率					
加：营业外净收支	816.8	1,308.6	900.0	900.0	900.0	毛利率	12.8%	16.6%	18.2%	17.2%	15.9%
利润总额	3,136.1	10,320.5	16,219.8	16,669.2	16,177.2	营业利润率	2.3%	6.0%	8.6%	8.3%	7.5%
减：所得税	843.5	2,458.6	4,054.9	4,167.3	4,044.3	净利率	2.0%	4.5%	5.8%	5.6%	5.1%
净利润	2,064.6	6,770.6	10,340.1	10,626.6	10,313.0	EBITDA/营业收入	8.3%	11.4%	13.2%	12.4%	11.2%
净资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	4.5%	8.4%	10.7%	10.0%	8.8%
货币资金	20,012.6	28,568.3	31,952.2	34,402.5	36,616.7	运营效率					
交易性金融资产	-	21.9	-	-	-	固定资产周转天数	103	90	91	81	73
应收账款	5,524.1	5,325.8	6,508.3	5,702.5	6,729.1	流动营业资本周转天数	-31	-30	-9	-7	-5
应收票据	6,886.0	9,146.3	9,591.1	10,583.3	10,889.5	流动资产周转天数	159	129	139	138	137
预付账款	2,080.2	2,928.2	2,718.7	2,555.3	2,195.3	应收账款周转天数	15	13	12	12	11
存货	2,653.7	4,031.9	3,631.8	4,718.7	4,307.4	存货周转天数	8	8	8	8	8
其他流动资产	5,063.8	16,116.5	16,922.3	17,768.4	18,656.8	总资产周转天数	502	405	398	374	355
可供出售金融资产	2,624.0	2,278.3	2,506.1	2,756.7	3,032.4	投资资本周转天数	228	176	184	167	153
持有至到期投资	69.4	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	5,198.7	9,002.4	9,002.4	9,002.4	9,002.4	ROE	4.9%	12.3%	18.4%	16.9%	14.9%
投资性房地产	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	ROA	1.6%	4.0%	6.2%	6.3%	6.0%
固定资产	30,475.2	45,364.6	44,317.0	42,175.6	39,940.3	ROIC	4.4%	14.4%	16.8%	14.7%	16.7%
在建工程	24,890.6	6,587.3	3,587.3	1,587.3	587.3	费用率					
无形资产	26,090.9	47,476.9	47,990.6	48,444.1	48,837.6	销售费用率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	14,052.5	18,038.2	18,968.5	19,942.9	20,963.4	管理费用率	3.6%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
资产总额	145,622.4	194,887.3	197,696.9	199,640.4	201,759.0	财务费用率	2.2%	2.4%	2.0%	1.7%	1.3%
短期债务	5,662.2	10,339.5	24,408.6	32,457.2	39,683.1	三费/营业收入	8.3%	7.9%	7.5%	7.2%	6.8%
应付账款	9,899.0	22,850.8	10,627.3	25,851.0	13,579.0	偿债能力					
应付票据	1,487.0	2,535.6	1,497.9	2,897.1	1,853.5	资产负债率	64.9%	60.3%	59.3%	55.5%	51.8%
其他流动负债	34,499.6	27,441.6	26,936.7	25,432.7	25,046.8	负债权益比	185.2%	152.2%	145.9%	124.5%	107.6%
长期借款	22,453.5	31,542.6	32,069.1	3,430.8	4,774.7	流动比率	0.82	1.05	1.12	0.87	0.99
其他非流动负债	20,570.1	22,895.8	21,751.0	20,663.5	19,630.3	速动比率	0.77	0.98	1.07	0.82	0.94
负债总额	94,571.4	117,605.9	117,290.6	110,732.2	104,567.4	利息保障倍数	2.05	3.45	5.23	5.85	6.83
少数股东权益	9,028.0	22,342.2	24,166.9	26,042.2	27,862.1	分红指标					
股本	4,912.0	4,912.0	4,912.0	4,912.0	4,912.0	DPS(元)	0.12	0.48	0.84	0.87	0.84
留存收益	38,487.5	44,895.5	51,327.4	57,954.0	64,417.4	分红比率	28.6%	34.8%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	51,051.1	77,281.4	80,406.3	88,908.2	97,191.6	股息收益率	1.0%	3.9%	6.8%	7.0%	6.8%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,292.7	7,861.9	10,340.1	10,626.6	10,313.0	EPS(元)	0.42	1.38	2.11	2.16	2.10
加：折旧和摊销	3,947.3	4,663.6	4,534.0	4,687.9	4,841.8	BVPS(元)	8.56	11.18	11.45	12.80	14.11
资产减值准备	1,375.4	2,223.4	-	-	-	PE(X)	29.6	9.0	5.9	5.8	5.9
公允价值变动损失	31.1	-60.2	-	-	-	PB(X)	1.5	1.1	1.1	1.0	0.9
财务费用	2,231.6	3,351.3	3,622.9	3,252.4	2,620.0	P/FCF	-22.9	-9.3	5.2	10.4	10.8
投资收益	-762.1	-958.9	-950.0	-950.0	-950.0	P/S	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
少数股东损益	-196.2	595.0	1,824.7	1,875.3	1,819.9	EV/EBITDA	9.7	5.2	4.3	3.3	3.7
营运资金的变动	4,180.0	-13,943.7	-16,592.8	12,096.2	-16,242.4	CAGR(%)	76.0%	15.6%	144.6%	76.0%	15.6%
经营活动产生现金	6,421.7	16,063.1	2,778.8	31,588.4	2,402.3	PEG	0.4	0.6	0.0	0.1	0.4
投资活动产生现金	-10,820.7	-27,477.5	-447.9	-499.7	-1,532.2	ROIC/WACC	0.5	1.7	2.0	1.7	1.9
融资活动产生现金	-4,413.2	15,364.6	1,053.0	-28,638.3	1,344.0	REP	2.5	0.6	0.5	0.6	0.5

来源：中泰证券研究所



### 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。