

招金矿业 (1818.HK)

黄金龙头，资源储备雄厚

分析师： 韩玲 S0260511030002
ARI073

分析师： 巨国贤 S0260512050006

☎ 021-60750603
✉ gfhl@gf.com.cn

☎ 0755-82535901
✉ juguoxian@gf.com.cn

核心观点：

- **黄金资源储备丰富，15年收购海域金矿提振公司业绩**

公司位于中国黄金第一大省山东，坐拥得天独厚的地理位置。上市以来加速推进对外扩张战略，是目前中国最大的黄金生产企业之一，黄金资源储量丰富。2015年5月30日，公司收购山东瑞银63%股权，注入中国最大单体金矿海域金矿探矿权，黄金储量大幅增长，2015年底黄金储量增加51.40%，预计未来增储前景良好，盈利有望大幅提升。

- **矿产金产量规模大，克金综合成本低**

2016年上半年，公司黄金总产量约18.49吨，比上年同期增长约11.60%，其中矿产黄金为10.42吨，占总产量约56.35%。同时，得益于公司基建技改项目，选冶技术改造等项目顺利实施，公司矿石入选品位提高，选矿冶炼综合回收率提高，2016年1~6月，公司综合克金成本比上年同期下降约3.93%，约为人民币129.89元/克，具有较强的成本优势。

- **产量不断增加，资源自给率高，盈利能力及收入变现水平突出**

近年来COMEX黄金价格逐年走低，但得益于黄金产量增加以及较高的资源自给率水平，公司仍保持较高的盈利水平；销售现金比率大幅增加，2016年1~9月达33.61，比上年同期增长约31.54%，公司收入变现能力显著增强，可运作资金充盈，未来项目运营得到保障。

- **盈利预测与投资评级**

按照12月27日汇率0.8956计算，预计公司16-18年EPS为人民币：0.22、0.29、0.33元；按照12月23日股价6.19港币，折人民币5.54元计算，对应PE为25.4、19.4、16.7倍，给予公司“买入”评级。

- **风险提示**

汇率变动风险；香港与内地市场环境不同、市场风险差异；美联储经济政策变化；中国经济政策变化；黄金价格波动风险；收购资源储量不及预期等。

投资摘要	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售收入 (人民币百万)	5,606	5,887	6,300	6,700	7,100
变动	-12%	5%	7%	6%	6%
净利润 (人民币百万)	455	308	647	846	982
全面摊薄每股收益	0.154	0.104	0.218	0.285	0.331
市盈率 (倍)	36.1	53.3	25.4	19.4	16.7
每股股息	0.063	0.047	0.099	0.130	0.151
股息率 (%)	1.14	0.85	1.79	2.35	2.72

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

目录索引

一、资源雄厚，收购优质矿山进一步夯实资源基础.....	4
坐拥得天独厚地理位置，稳步推进对外扩张战略.....	4
黄金资源储备丰富，注入海域金矿大幅提振公司业绩.....	7
省外矿山逐渐成为产能效益增长点，产能仍有较大提升空间.....	9
二、矿产金产量规模大，克金综合成本低.....	10
矿产金产量规模大，金精矿自给率水平高.....	10
品位高克金综合成本低，技术实力支撑发展.....	11
三、黄金市场价格走低，公司盈利能力仍突出.....	13
金价走低，营业收入不减反增.....	13
收入变现能力突出，保障未来项目运营.....	14
四、收入预测、估值比较与投资评级.....	17
五、风险提示.....	17

图表索引

图 1: 2013 年全国金矿储量分布情况, 山东省为全国最大黄金资源基地	4
图 2: 招金矿业股份有限公司股权结构.....	5
图 3: 公司 2011 年-2015 年黄金资源量变动情况 (吨)	9
图 4: 公司矿山分布及品位 (g/t)	9
图 5: 公司 2011 年-2015 年黄金资源量变动情况 (吨)	12
图 6: 2012 年-2016 年 1-9 月 COMEX 黄金价格走势与营业总收入变化 (万元) ..	13
图 7: 公司近 5 年毛利率变化趋势	14
图 8: 2011-2016 年 1-9 月现金流情况.....	15
图 9: 2011-2016 年 1-9 月公司债务情况.....	16
图 10: 2011-2016 年 1-9 月公司经营活动现金流/总负债比率	16
表 1: 公司业务领域及子公司情况.....	6
表 2: 公司主要矿山资源储量情况.....	8
表 3: 公司黄金产品产量情况(吨)	11
表 4: 2016 年上半年国内黄金企业比较.....	11
表 5: 截至 2016 年 10 月公司主要在建项目情况 (亿元)	12
表 6: 2011 年-2016 年 1-9 月公司现金流情况.....	15

一、资源雄厚，收购优质矿山进一步夯实资源基础

坐拥得天独厚地理位置，稳步推进对外扩张战略

招金矿业股份有限公司成立于2004年4月16日，并于2006年12月8日在香港联合交易所有限公司主办上市。公司及其附属公司主要于中国从事黄金产品的勘探、开采、选矿、冶炼、销售业务以及白银、铜产品的开采，选矿以及销售业务，主要产品为「9999金」及「9995金」标准金锭，并销售白银和铜产品。

公司位于中国山东省招远市，根据中国黄金协会提供的数据，该市黄金资源约占中国总储量的十分之一，是中国最大的黄金生产基地及中国产金第一市，被中国黄金协会命名为「中国金都」。

公司成立前由山东招金集团经营业务。山东招金集团为山东省招远市人民政府全资拥有的国营企业，招远市人民政府为其唯一股东，主要从事勘探、开采及精炼黄金的业务。2004年4月16日，招金集团与其他发起人（即上海复兴、上海豫园、广信投资、老庙黄金）共同出资成立招金矿业股份有限公司并达成多项交易，上市前取得有关金翅岭金矿、夏甸金矿、及河东金矿的若干探矿权、采矿权及土地使用权。

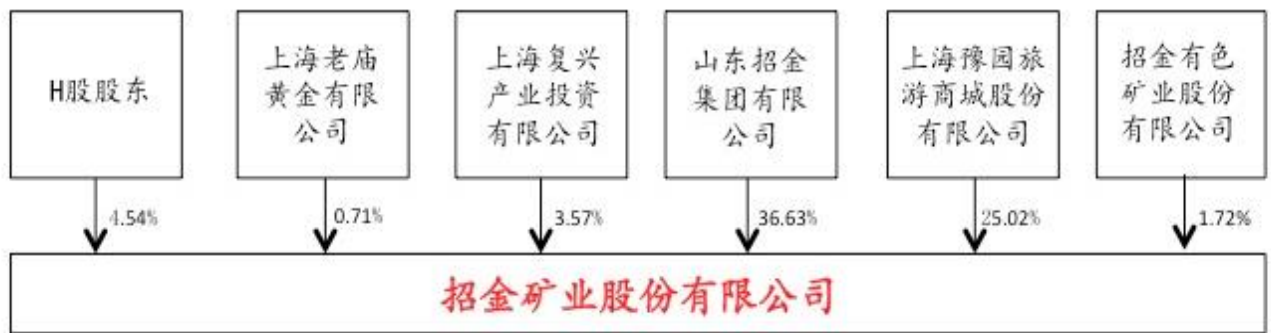
公司于2006年12月8日在香港联合交易所有限公司主板上市。自上市以来先后收购39家企业，业务遍及全球产金的12个省市，拥有从勘探、开采、加工到冶炼为一体的完整的专业化黄金产业链。

图1：2013年全国金矿储量分布情况，山东省为全国最大黄金资源基地



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2: 招金矿业股份有限公司股权结构



被参、控股公司名称	参股比例 %	被参、控股公司名称	参股比例 %
阿勒泰市招金混合矿业有限公司	100.00	新疆鑫慧铜业有限公司	92.00
新疆星塔矿业有限公司	100.00	伽师县铜辉业矿有限责任公司	92.00
广西贵港市龙鑫矿业开发有限公司	100.00	新疆招金冶炼有限公司	92.00
山东招金舜和国际饭店有限公司	100.00	大秦家金矿矿业有限公司	90.00
托里县招金北疆矿业有限公司	100.00	山东招金正元矿业有限公司	80.00
招远市招金金合科技有限公司	100.00	拜城县滴水铜矿开发有限责任公司	79.00
华北招金投资有限公司	100.00	额济纳旗圆通矿业有限责任公司	70.00
烟台金时矿业投资有限公司	100.00	北京东方燕京矿山工程设计有限公司	60.00
岷县天昊黄金有限责任公司	100.00	经易控股集团有限公司	60.00
富蕴招金矿业有限公司	100.00	甘肃招金贵金属冶炼有限公司	55.00
甘肃招金矿业有限公司	100.00	辽宁招金白云黄金矿业有限公司	55.00
新疆招金矿业开发有限责任公司	100.00	丰宁金龙黄金工业有限公司	52.00
招远市招金贵合科技有限公司	100.00	甘肃省合作早子沟金矿有限责任公司	52.00
凤城市鑫丰源矿业有限公司	100.00	山东招金集团财务有限公司	51.00
新疆金瀚尊矿业投资有限公司	100.00	甘肃鑫瑞矿业有限公司	51.00
招远市金亭岭矿业有限公司	100.00	灵丘县梨园金矿有限责任公司	51.00
斯派柯国际贸易有限公司	100.00	肃北县金鹰黄金有限责任公司	51.00
烟台点金成川投资中心	99.95	若羌县昌运三峰山金矿有限责任公司	50.00
招远市招金纪山矿业有限公司	95.00	大愚智水(资源)控股有限公司	46.07
青河县金都矿业开发有限公司	95.00	阿勒泰正元国际矿业有限公司	38.50
和政鑫源矿业有限公司	95.00	新疆鑫慧铜业有限公司	92.00

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

截至2016年9月30日，公司在全国范围内拥有39家分子公司及参股企业，其中招远地区拥有8个经营金矿，包括大尹格庄金矿、金翅岭金矿、夏甸金矿、河东金矿、金亭岭金矿、蚕庄金矿、纪山金矿以及大秦家金矿。公司业务遍及全国主要产金区域，同时公司还以股权投资的形式在澳大利亚投资一家黄金上市公司，涉足海外资源。

表 1: 公司业务领域及子公司情况

被参、控股公司名称	投资关系	参股比例 (%)	主营业务
阿勒泰市招金混合矿业有限公司	子公司	100.00	黄金产品开采及加工
新疆星塔矿业有限公司	子公司	100.00	黄金产品冶炼
广西贵港市龙鑫矿业开发有限公司	子公司	100.00	黄金产品的销售
山东招金舜和国际饭店有限公司	子公司	100.00	住宿及餐饮
托里县招金北疆矿业有限公司	子公司	100.00	黄金产品开采及加工
招远市招金金合科技有限公司	子公司	100.00	金矿勘探和冶炼,尾矿销售
华北招金投资有限公司	子公司	100.00	矿业投资
烟台金时矿业投资有限公司	子公司	100.00	矿业投资
岷县天昊黄金有限责任公司	子公司	100.00	黄金产品开采及加工
富蕴招金矿业有限公司	子公司	100.00	矿业投资
甘肃招金矿业有限公司	子公司	100.00	矿业投资
新疆招金矿业开发有限责任公司	子公司	100.00	黄金产品投资及销售
招远市招金贵合科技有限公司	子公司	100.00	制造和销售硫酸和贵金属;发电
凤城市鑫丰源矿业有限公司	子公司	100.00	黄金产品的开采开发,冶炼加工
新疆金瀚尊矿业投资有限公司	子公司	100.00	矿产品销售
招远市金亭岭矿业有限公司	子公司	100.00	黄金产品开采及加工
斯派柯国际贸易有限公司	子公司	100.00	从中国境外采购金精矿
烟台点金成川投资中心	子公司	99.95	投资
招远市招金纪山矿业有限公司	子公司	95.00	黄金产品开采
青河县金都矿业开发有限公司	子公司	95.00	黄金产品的开采冶炼加工
和政鑫源矿业有限公司	子公司	95.00	黄金产品开采及销售
新疆鑫慧铜业有限公司	子公司	92.00	铜产品的冶炼
伽师县铜辉业矿有限责任公司	子公司	92.00	铜产品的开采,冶炼及加工
新疆招金冶炼有限公司	子公司	92.00	铜产品的冶炼

大秦家金矿矿业有限公司	子公司	90.00	黄金产品开采及加工
山东招金正元矿业有限公司	子公司	80.00	开采投资及开发
拜城县滴水铜矿开发有限责任公司	子公司	79.00	铜产品开采及加工
额济纳旗圆通矿业有限责任公司	子公司	70.00	黄金产品开探,加工及冶炼
北京东方燕京矿山工程设计有限公司	子公司	60.00	工程设计
经易控股集团有限公司	子公司	60.00	矿业投资
甘肃招金贵金属冶炼有限公司	子公司	55.00	黄金产品及其他贵金属冶炼
辽宁招金白云黄金矿业有限公司	子公司	55.00	黄金产品的开采与销售
丰宁金龙黄金工业有限公司	子公司	52.00	黄金产品开采,冶炼及加工
甘肃省合作早子沟金矿有限责任公司	子公司	52.00	黄金产品开采,冶炼及加工
山东招金集团财务有限公司	子公司	51.00	金融服务
甘肃鑫瑞矿业有限公司	子公司	51.00	黄金产品开探,加工及冶炼
灵丘县梨园金矿有限责任公司	子公司	51.00	黄金产品开采及销售
肃北县金鹰黄金有限责任公司	子公司	51.00	黄金产品开探及加工
若羌县昌运三峰山金矿有限责任公司	合营企业	50.00	勘探和开发含铁矿,非含铁矿藏及其产品
大愚智水(资源)控股有限公司	联营企业	46.07	投资控股公司
阿勒泰正元国际矿业有限公司	联营企业	38.50	黄金产品开采及加工

数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

黄金资源储备丰富,注入海域金矿大幅提振公司业绩

公司是目前中国最大的黄金生产企业之一,黄金资源储备丰富。自上市以来,公司积极对外收购矿山,截至2015年12月31日,公司拥有36个采矿权及41个探矿权,面积分别为137.33平方公里、745.60平方公里。

2015年5月30日,公司收购山东瑞银63.86%的股权。山东瑞银持有莱州瑞海矿业83%的股权,即公司间接拥有瑞海矿业53%的股权并拥有海域金矿探矿权。

海域金矿位于国内最主要的黄金成矿带—胶东地区以及成矿带三山岛—仓上断裂成矿带之上,矿区面积为17.91平方公里,周边特、大中型金矿床富集,成矿地质条件极其优越,探矿增储空间巨大。据资源详查,矿区总黄金资源储量不少于470.47吨(1512.6万盎司),是中国最大的单体金矿。矿体厚度大,品位高,矿石质量好,矿物成分单一,有利于公司扩大产量提高产能增加盈利能力,是公司近年在山东地区黄金资源整合的最大突破。

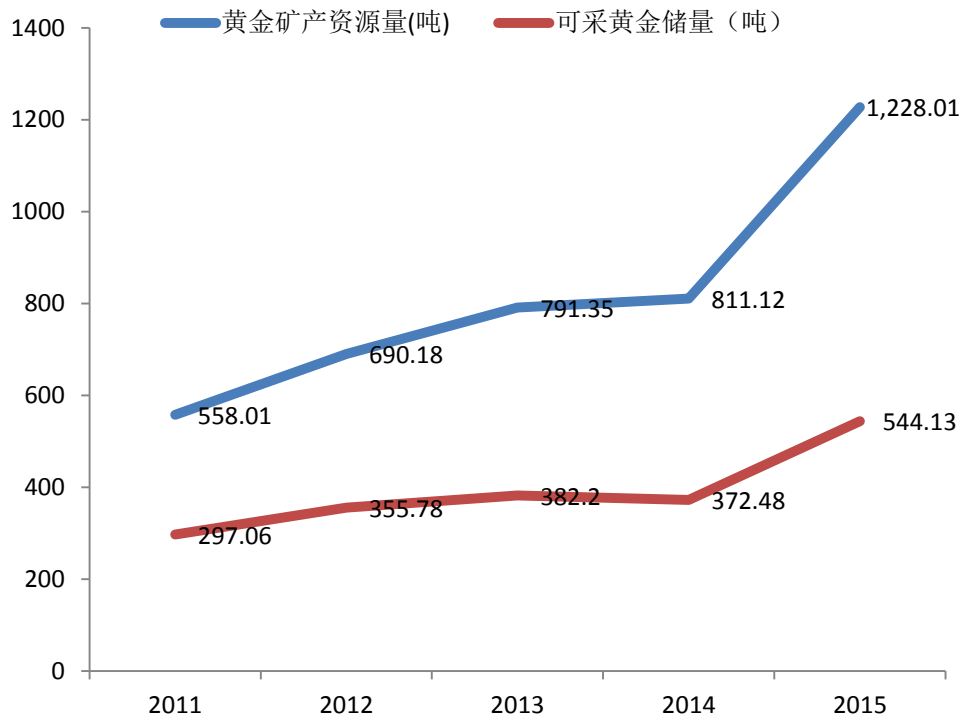
2015年公司黄金资源储量大幅增张,依据澳大利亚JORC准则,2015年底公司黄金资源量为1228.01吨(约3948.14万盎司),比上年同比增加51.40%;可采储量为544.13吨(约1729.42万盎司),同比增加46.08%,预计未来增储前景向好。

表 2: 公司主要矿山资源储量情况

矿山	品位 (g/t)	矿石量 (吨)	金属
夏甸金矿	2.93	金: 44.818	金: 133.15
河东金矿	4.08	金: 5.052	金: 19.79
大尹格庄金矿	2.55	金: 95.287	金: 238.19
金翅岭金矿	4.4	金: 1.093	金: 6.03
金亭岭金矿	3.19	金: 5.6	金: 27.96
蚕庄金矿	3.12	金: 8.369	金: 33.44
大秦状矿业金矿	4.12	金: 1.051	金: 4.18
纪山矿业	4.18	金: 0.369	金: 1.51
瑞海矿业	5.09	金: 113.002	金: 487.71
招金北疆金矿	4.94	金: 3.99	金: 17.63
岷县天昊	2.29	金: 5.578	金: 13.19
招金昆金	4.9	金: 0.267	金: 1.35
富蕴招金	3.01	金: 1.663	金: 7.74
丰宁金龙	3.5	金: 4.069	金: 14.82
早子沟	4.32	金: 14.94	金: 51.37
鑫合矿业	3.49	金: 0.327	金: 1.07
两当招金	2.45	金: 9.537	金: 22.71
招金白云	2.72	金: 18.453	金: 51.23
清河矿业	6.59	金: 4.41	金: 27.15
龙鑫矿业	0.28	金: 3.346	金: 12.29
和政鑫源	5.97	金: 0.968	金: 5.21
鑫瑞矿业	2.62	金: 8.274	金: 20.81
招金正元	5.79	金: 0.716	金: 2.75
梨园金矿	5.95	金: 1.512	金: 8.36
肃北金鹰	4.96	金: 1.952	金: 11.44
三峰山金矿	0.98	金: 0.578 铜: 0.736	金: 2.18 铜: 18.97
圆通矿业	5.95	铜: 1.191	铜: 6.75
铜辉矿业	2.0	铜: 6.222	铜: 116.43
滴水铜	0.2	铜: 29.735	铜: 313.3

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图3：公司2011年-2015年黄金资源量变动情况（吨）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

省外矿山逐渐成为产能效益增长点，产能仍有较大提升空间

公司以山东省内为主要生产基地，省内所产黄金为公司黄金主要来源。近年来，公司通过实施对外收购战略，收购省外多处矿山，省外黄金产量快速提升，逐渐形成了“省内一半，省外一半”的产能格局。2015年，省内、外实现自产金产量分别为9.73、8.41吨，同比增长5.65%和10.37%。2016年上半年，公司省外生产矿山增速明显，累计完成自产金4.39吨，较上年同比增长约24%，逐渐成为支撑公司产能效益增长的重要增长点。

随着公司收购省外矿山的计划稳步推进，以及对现有省外矿山的整合技改逐步完成，省外黄金企业产能仍有较大的提升空间。

图4：公司矿山分布及品位（g/t）

山东省	品位	新疆	品位	甘肃省	品位	河北省	品位
夏甸金矿	2.93	招金北疆金矿	4.94	岷县天昊	2.29	丰宁金龙	3.5
河东金矿	4.08	招金昆金	4.9	早子沟	4.32	辽宁省	品位
大尹格庄金矿	2.55	富蕴招金	3.01	两当招金	2.45	招金白云	2.72
金翅岭金矿	4.4	鑫合矿业	3.49	和政鑫源	5.97	山西省	品位
金亭岭金矿	3.19	青河矿业	6.59	肃北金鹰	4.96	梨园金矿	5.95
蚕庄金矿	3.12	三峰山金矿	2.98			内蒙古	品位
大秦家金矿	4.12	铜辉矿业	2			圆通矿业	5.95
纪山矿业	4.18	滴水铜	2				
瑞海矿业	5.09						
招金正元	5.79						

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

二、矿产金产量规模大，克金综合成本低

矿产金产量规模大，金精矿自给率水平高

2015年，公司完成黄金总产量共约33.96吨；2016年上半年，黄金总产量约18.49吨，比上年同期增长约11.60%，其中矿产黄金为10.42吨，较去年同期基本持平。

公司金精矿主要来源于自有矿山，外购比例较低，矿产金自给率相对较高，

因而相对于其他可比黄金企业，公司毛利率水平突出，2016年1-9月公司毛利率为37.45%，显示出突出的盈利能力。

表 3: 公司黄金产品产量情况(吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016.1-6
矿产黄金	13.79	15.94	18.09	20.11	20.10	20.27	10.42
自产黄金				15.13	16.85	18.14	
冶炼加工黄金	7.14	7.64	9.59	8.74	12.81	13.68	8.07
黄金总产量	20.93	23.58	27.68	28.85	32.90	33.96	18.49

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 4: 2016 年上半年国内黄金企业比较

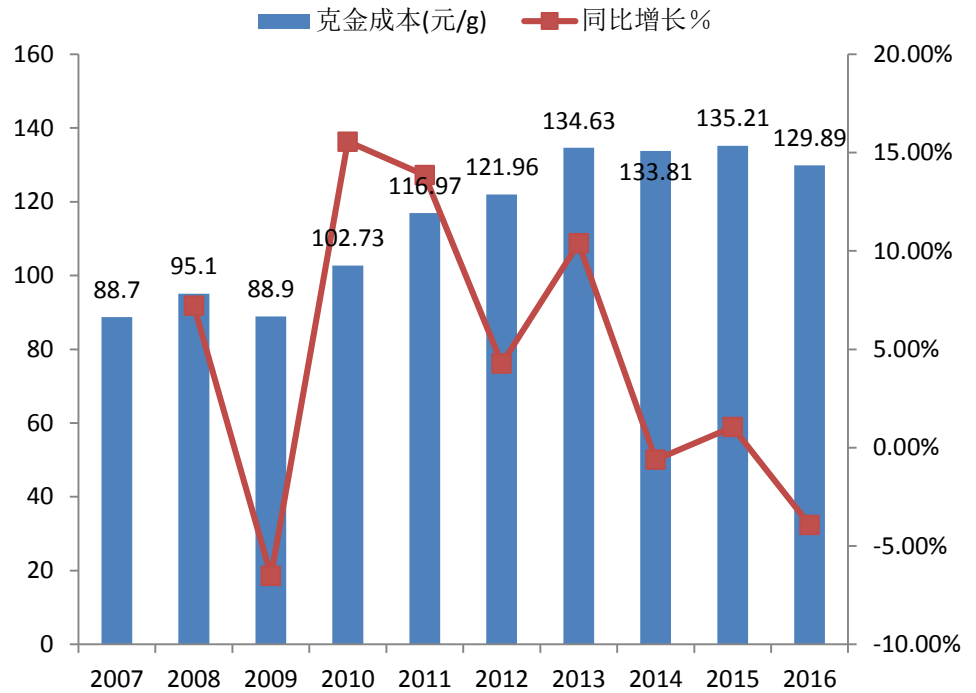
	黄金总产量(吨)	毛利率(%)
招金矿业	18.49	43.55
西部黄金	--	33.85
湖南黄金	10.20	13.94
紫金矿业	110.00	11.05
山东黄金	14.20	7.93

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

品位高克金综合成本低，技术实力支撑发展

得益于公司基建技改项目，选冶技术改造等项目顺利实施，公司矿石入选品位提高，选矿冶炼综合回收率提高，及产量增加，2016年1-6月，公司综合克金成本比上年同期下降约3.93%，约为人民币129.89元/克，具有较强的成本优势。

图5：公司2011年-2015年黄金资源量变动情况（吨）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司历来重视技术实力的提升，目前公司技术中心已晋升为国家级技术中心。2016年初至今，公司完成8项基建工程计划。大尹格庄金矿选矿厂改造项目、鑫慧铜业冶炼厂改造项目、三峰山金矿工艺选矿项目顺利结束，提前投入试生产。资源占有领域，得益于探矿工程的顺利推进，公司新增金金属量为25.9吨。预计随着基建技改项目逐步推进，公司业绩前景可观。

表5：截至2016年10月公司主要在建项目情况（人民币亿元）

项目名称	建设周期	总投资
3,450吨/日深部低品位矿床采选改扩建项目	2011.1-2017.12	6.19
探矿工程		7.2
4,000t/d采选工程扩速项目	2011.1-2016.12	5.65
竖井及井卷工程		6.62
开拓工程		5.71
泵口尾矿库建设	2015.7-2016.12	2.7
选冶渣综合利用制作发泡陶瓷保温材料项目	2016.1-2017.12	2.2
上庄矿区建设项目	2013.1-2017.12	1.75
采选及扩建工程	2016.1-2016.12	1.97
河东矿区深部开拓	2013.1-2016.12	0.4
生产系统改造	2016.1-2016.12	0.92
井下生产改造	2016.9-2016.12	0.23
合计		42.24

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

三、黄金市场价格走低，公司盈利能力仍突出

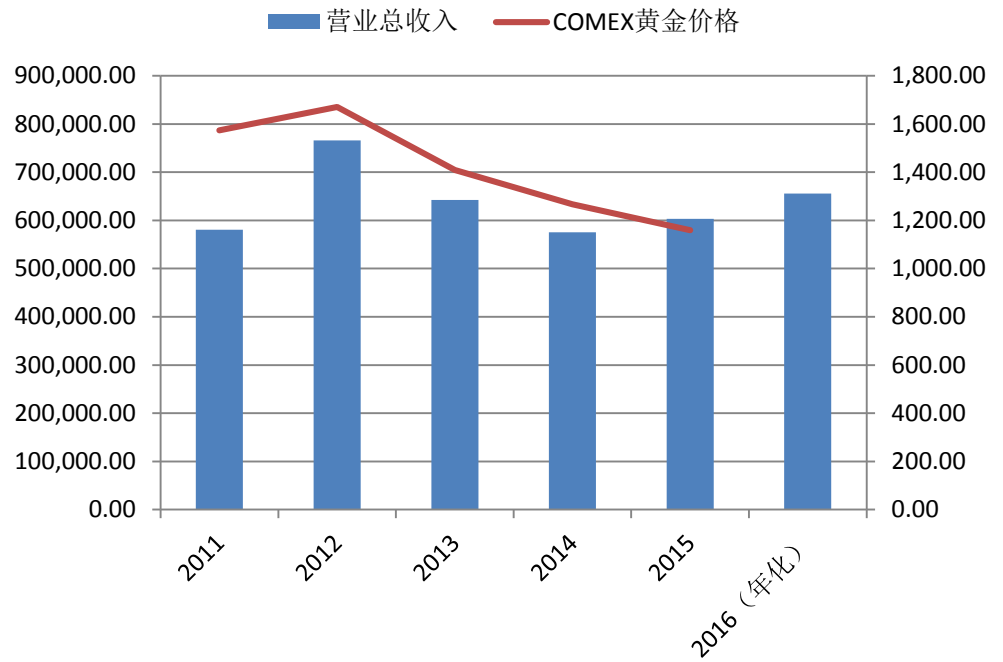
金价走低，营业收入不减反增

公司主要产品为[9999]金锭和[9995]金锭，销售价格主要受黄金价格影响。在公司总收入中，矿产黄金收入占比超过90%，近年来随着COMEX黄金价格走低，公司营业收入发生较大波动。

2016年初至今COMEX黄金价格较上年下跌11.57%，但得益于黄金产量增加以及较高的资源自给率水平，公司仍保持较高的盈利水平。

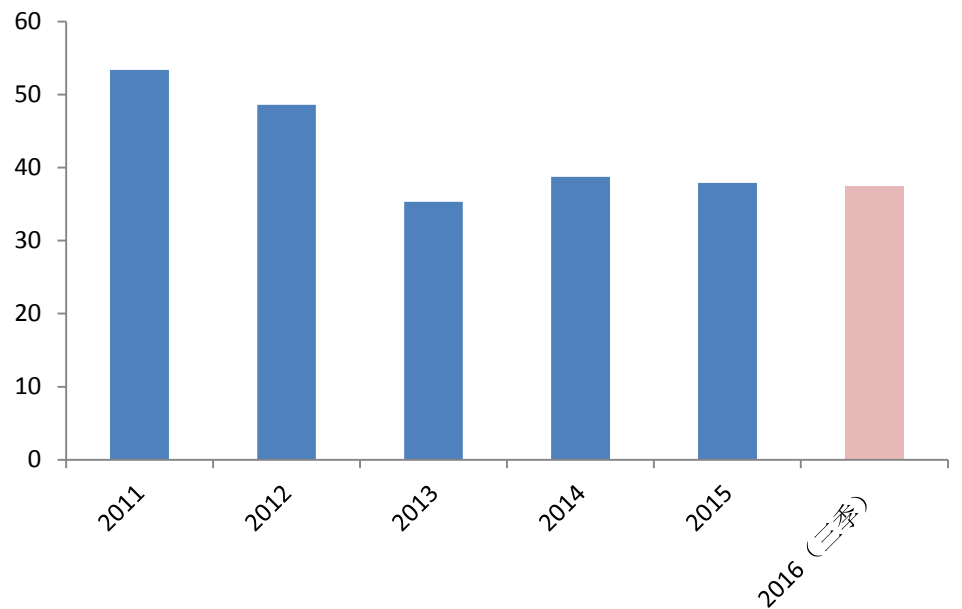
截至2016年9月30日，随着黄金产量的提升，公司实现营业总收入48.92亿元，比上年同期增长约16.04%；同时公司毛利率为37.45%，仍保持业内领先水平。

图6：2012年-2016年1-9月COMEX黄金价格走势与营业总收入变化（人民币万元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：公司近5年毛利率变化趋势



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

收入变现能力突出，保障未来项目运营

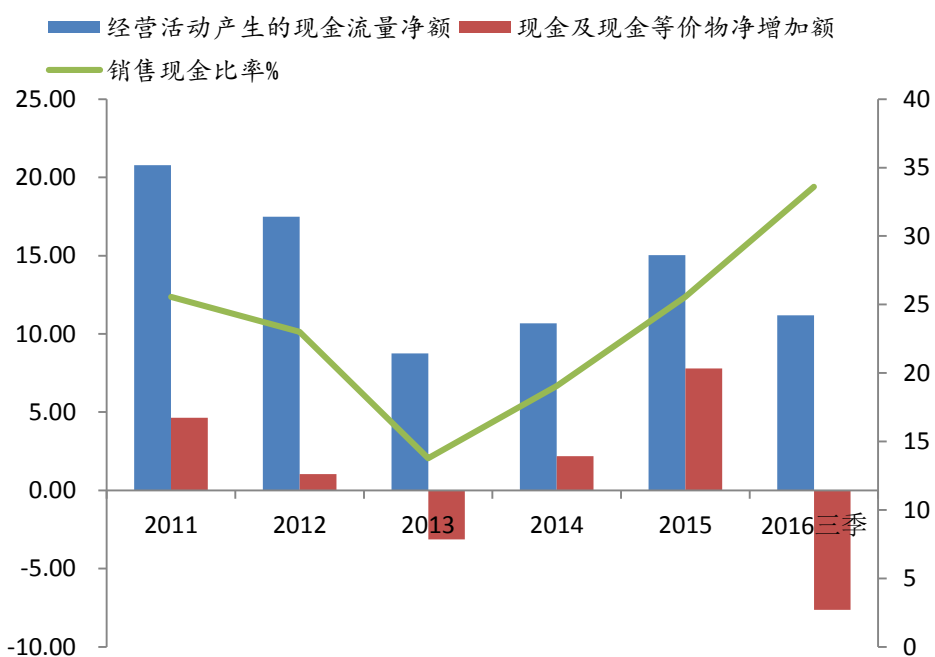
2015年公司经营活动产生的现金流量净额增加了40.77%，达15.04亿元。销售现金比率大幅增加，2016年1-9月达33.61，比上年同期增长约31.54%，公司收入变现能力显著增强，可运作资金充盈，未来项目运营得到保障。

表 6: 2011 年-2016 年 1-9 月公司现金流情况 (人民币亿元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 三季
经营活动产生的现金流量净额	20.79	17.49	8.75	10.68	15.04	11.19
投资活动产生的现金流量净额	-22.69	-34.29	-44.42	-22.64	-25.83	-31.83
筹资活动产生的现金流量净额	6.54	17.85	32.54	14.15	18.42	13.01
现金及现金等价物净增加额	4.64	1.05	-3.13	2.19	7.78	-7.63
营业总收入	60.29	57.55	64.20	76.60	58.09	49.17
销售现金比率%	25.5459	22.9984	13.7845	19.0555	25.5459	33.6094

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图8: 2011-2016年1-9月现金流情况

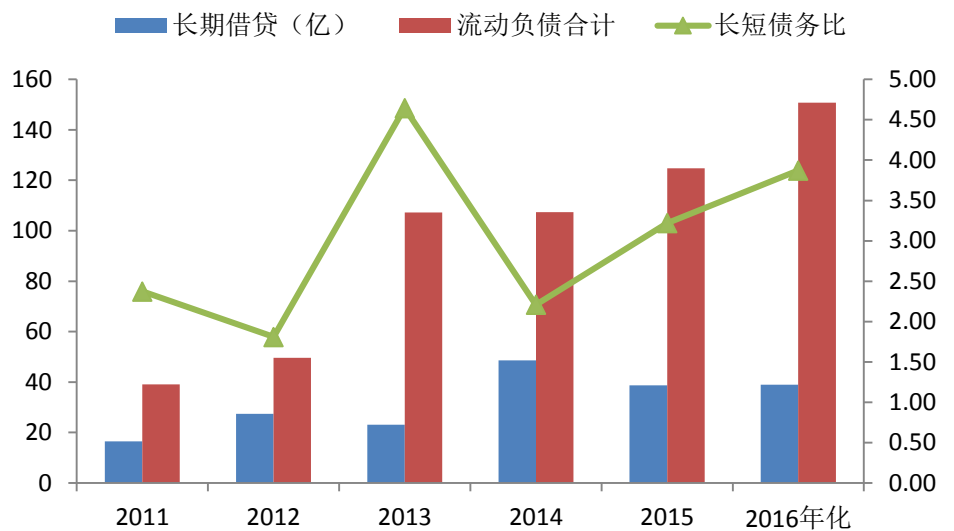


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

由于扩张需要，近年公司债务规模逐渐增加，2016年1-9月公司总债务为345.85亿元，其中长期债务达38.94亿。2016年1-9月公司短期债务增加至150.80亿元，长期债务为38.94基本保持不变。公司偿还非流动负债28.51亿元，2016年至今，公司3次发行10亿元短期融资券，公司利用短期债务融资工具替换长期债务，使得公司“短期债务/长期债务”比增加。

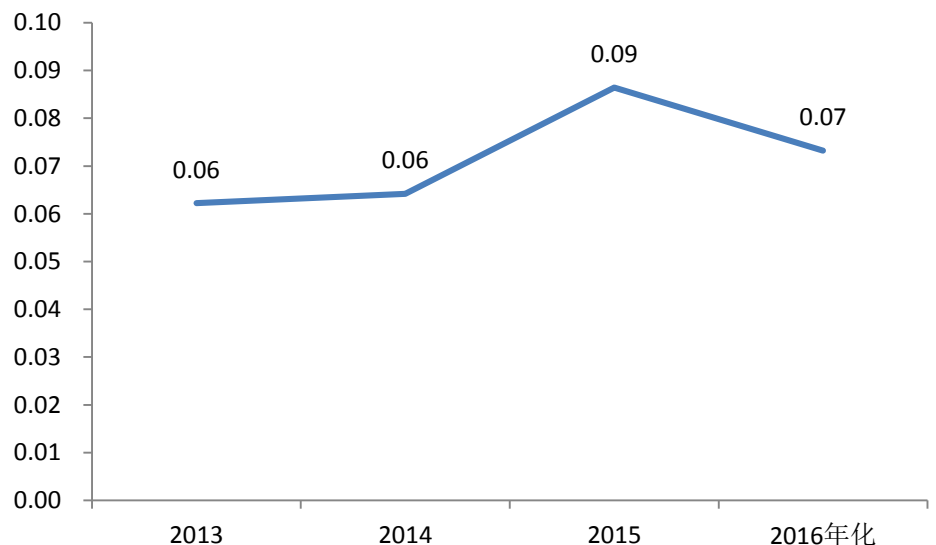
公司2015年经营活动现金流/总负债比率增加了0.22%，2016年1-9月年化处理后的“经营活动现金流/总负债”比率为0.0732%，较强的收入变现能力保障公司偿债水平，为公司未来发展提供支撑。

图9：2011-2016年1-9月公司债务情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图10：2011-2016年1-9月公司经营活动现金流/总负债比率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

四、收入预测、估值比较与投资评级

按照12月27日汇率0.8956计算，预计公司16-18年EPS为人民币：0.22、0.29、0.33元；按照12月23日股价6.19港币，折人民币5.54元计算，对应PE为25.4、19.4、16.7倍，给予公司“买入”评级。

五、风险提示

美联储经济政策变化；中国经济政策变化；黄金价格波动风险；收购资源储量不及预期；香港与内地市场环境不同；汇率变动风险等。

资产负债表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,255	2,033	1,505	4,927	3,105
应收帐款	1,301	539	563	599	635
库存	3,172	3,439	3,594	3,822	4,050
其他流动资产	116	521	398	398	398
流动资产总计	5,843	6,533	6,060	9,747	8,188
固定资产	11,145	12,820	15,612	17,920	20,320
无形资产	5,301	9,645	9,645	9,645	9,645
其他长期资产	4,110	2,057	3,889	4,069	4,249
长期资产总计	20,557	24,521	29,146	31,634	34,214
总资产	26,400	31,054	35,206	41,380	42,402
应付帐款	4,692	819	578	580	615
短期债务	4,716	10,024	10,809	7,312	8,178
其他流动负债	1,327	1,628	1,726	1,829	1,939
流动负债总计	10,735	12,471	13,261	18,646	19,515
长期借款	4,864	3,873	4,251	4,899	4,911
其他长期负债	1,051	1,069	3,570	3,710	3,850
长期负债总计	5,915	4,942	7,821	8,609	8,761
股本	2,966	2,966	2,966	2,966	2,966
储备	5,701	7,775	8,258	8,259	8,260
股东权益	8,667	10,741	11,224	11,225	11,226
少数股东权益	1,083	2,900	2,900	2,900	2,900
总负债及权益	26,400	31,054	35,206	41,380	42,402

现金流量表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	683	555	948	1,241	1,437
折旧与摊销	2,254	2,720	3,184	3,740	4,283
净利息费用	490	486	509	415	420
运营资本变动	-588	-217	-367	-717	-1,073
税金	-176	-155	-242	-328	-383
其他经营现金流	-32	76	285	571	761
经营活动产生的现金流	2,632	3,464	4,317	4,922	5,445
购买固定资产净值	-2,148	-1,933	-1,765	-1,598	-1,430
投资减少/增加	797	-318	-664	-1,112	-1,598
其他投资现金流	-1,695	-1,312	-872	760	-2,097
投资活动产生的现金流	-3,046	-3,563	-3,301	-1,949	-5,125
净增权益	427	3,891	483	267	119
净增债务	2,601	763	3,669	6,173	1,020
支付股息	-420	-210	-295	-385	-447
其他融资现金流	-1,975	-3,582	-5,401	-5,339	-2,717
融资活动产生的现金流	633	862	-1,544	450	-2,143
现金变动	219	763	-528	3,422	-1,823
期初现金	1,036	1,255	2,033	1,505	4,927

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	59.1	60.7	69.6	76.7	82.9
息税前利润率(%)	18.9	14.5	19.0	20.9	22.5
税前利润率(%)	12.2	9.4	15.0	18.5	20.2
净利率(%)	17.2	17.0	17.0	8.1	5.2
流动性					
流动比率(倍)	0.54	0.52	0.46	0.52	0.42
利息覆盖率(倍)	2.16	1.76	2.36	3.37	3.81
净权益负债率(%)	99.0	98.9	108.2	64.5	84.4
速动比率(倍)	0.25	0.25	0.19	0.32	0.21
估值					
市盈率(倍)	36.1	53.3	25.4	19.4	16.7
市净率(倍)	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5
价格/现金流(倍)	6.2	4.7	3.8	3.3	3.0
企业价值/息税折旧前	9.6	8.9	8.2	7.5	7.1
周转率					
存货周转天数	510.58	496.67	573.31	9.70	9.54
应收帐款周转天数	84.4	56.3	31.5	31.2	31.3
应付帐款周转天数	101.4	79.8	94.6	1.5	1.4
回报率					
股息支付率(%)	41.3	45.5	45.5	45.5	45.5
净资产收益率(%)	5.3	2.9	5.8	7.5	8.7
资产收益率(%)	0.09	0.05	0.03	0.06	0.08

利润表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016	2017E	2018E
销售收入	5,606	5,887	6,300	6,700	7,100
销售成本	-4,695	-5,172	-5,100	-5,300	-5,500
经营费用	-2,001	-2,396	-2,208	-137,597	-148,54
息税折旧前利润	3,314	3,576	4,384	5,140	5,883
折旧及摊销	-2,254	-2,720	-3,184	-3,740	-4,283
经营利润(息税前利)	1,060	856	1,200	1,400	1,600
净利息收入/(费用)	-490	-486	-509	-415	-420
其他收益/(损失)	113	184	257	257	257
税前利润	683	555	948	1,241	1,437
所得税	-176	-155	-242	-328	-383
少数股东权益	-51	-91	-59	-67	-72
净利润	455	308	647	846	982
核心净利润	455	308	647	846	982
每股收益(人民币)	0.154	0.104	0.218	0.285	0.331
核心每股收益(人民币)	0.154	0.104	0.218	0.285	0.331
每股股息(人民币)	0.063	0.047	0.099	0.130	0.151
收入增长(%)	-12	5	7	6	6
息税前利润增长(%)	-14	-19	40	17	14
息税折旧前利润增	5	8	23	17	14

广发海外研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，2015年新财富海外研究（团队）第六名,2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名。
韩玲：首席分析师，2015年新财富海外研究（团队）第六名,2011-2014年新财富电力设备和新能源行业第五名,第二名。
贺菊颖：首席分析师，2015年新财富海外研究（团队）第六名,2013年新财富医药行业第三名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。