



股票代码	601186.CH	1186.HK
评级	买入	持有
收盘价	人民币 5.09	港币 7.42
目标价	人民币 6.30	港币 7.79
原目标价	人民币 5.10	港币 6.80
上/下浮比例	24%	5%
目标价格基础	7倍14年市盈率	6.9倍14年市盈率
板块评级	中立	中立

中国铁建

毛利率保持平稳 将受益下半年铁路投资加速

中国铁建公告2014上半年收入2,616.94亿人民币,同比增长10.9%;归属上市公司股东净利润49.83亿元人民币,同比增长4.8%,对应每股收益0.4元。公司整体毛利率较去年同期基本持平,在费用率方面,上半年整体同比有所下降,主要是由于公司加大了管控水平,但是在财务费用方面,由于借款增多,同比增长了46.5%。公司的房地产业务增速保持在40%以上,为整体的业绩增长提供了保障。3、4季度将是铁路投资建设的高峰期,下半年公司的主业料将加速,同时由于前期铁路项目的逐步清算,公司的施工主业毛利率还有提升空间。预计公司14-16年每股收益为0.895、0.948和1.032元,我们上调A股目标价至6.30元人民币,对应7倍2014年市盈率,维持买入评级,而H股相对A股估值溢价的原因,持有评级保持不变。

支撑评级的要点

- 公司整体毛利率10.1%,较去年同期提升了0.09个百分点。分部毛利率来看,工程承包毛利率9.2%,较与去年同期下降0.4个百分点;勘察设计咨询毛利率32.2%,较去年同期下降了0.8个百分点;工业制造毛利率22.3%,较去年同期下降了0.8个百分点;房地产毛利率32.2%,较去年同期下降了0.8个百分点。
- 第二季度单季综合毛利率为9.97%,较去年同期升0.29个百分点;营业利润率为2.55%,较去年同期升0.02个百分点;净利润率为1.94%,较去年同期下降0.19个百分点;销售费用率为0.43%,较去年同期小幅上升0.03个百分点;管理费用率为3.19%,较去年同期下降0.27个百分点;财务费用率为0.83%,较去年同期上升0.38个百分点。
- 上半年工程承包板块新签合同额3,220.648亿元,占新签合同总额的82.62%,同比增长21.39%。非工程承包板块新签合同额677.587亿元,占新签合同总额的17.38%,同比减少14.00%。上半年公司房地产业务已进入44个国内城市,总建设用地面积1,107万平方米,规划总建筑面积约3,461万平方米。

评级面临的主要风险

- 宏观调控影响、地方债后续影响、国际政治及汇兑风险。

估值

- 预计公司2014-16年每股收益为0.895、0.948和1.032元,将A股目标价由5.10元上调至6.30元人民币,对应7倍2014年市盈率,维持**买入**评级;H股目标价由6.80港币上调至7.79港币,对应6.9倍14年市盈率,维持**持有**评级。

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币百万)	484,313	586,790	612,239	638,930	666,318
变动(%)	6	27	4	4	4
净利润(人民币百万)	8,629	10,345	11,041	11,694	12,737
全面摊薄每股收益(人民币)	0.699	0.838	0.895	0.948	1.032
变动(%)	9.9	19.9	6.7	5.9	8.9
市场预期每股收益(人民币)			0.93	1.02	1.14
核心每股收益(人民币)	0.707	0.882	0.901	0.949	1.032
变动(%)	5.5	24.8	2.1	5.4	8.8
全面摊薄市盈率(倍)	8.4	7.0	6.6	6.2	5.7
核心市盈率(倍)	8.3	6.7	6.5	6.2	5.7
每股现金流量(人民币)	0.38	(0.75)	0.25	0.97	1.22
价格/每股现金流量(倍)	15.4	(7.8)	23.9	6.0	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	4.7	5.3	5.3	5.2
每股股息(人民币)	0.110	0.130	0.134	0.142	0.155
股息率(%)	1.9	2.2	2.3	2.4	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现 — A股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	8.5	0.4	12.9	8.8
相对新华富时A50指数	7.9	2.7	6.8	8.1

发行股数(百万)	12,338
流通股(%)	83
流通股市值(人民币百万)	91,549
3个月日均交易额(人民币百万)	119
净负债比率(%) (2014E)	89
主要股东(%)	
中铁建总公司	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年8月29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

工业: 建筑及基建

李攀, CFA

(8610) 6622 9073

pan.li@bocichina.com

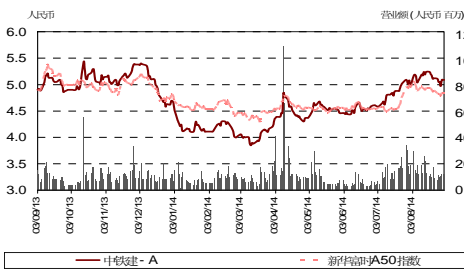
证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

张泰欣

(8610)66229336

taixin.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514040002

股价表现 — H 股


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8.5	0.4	12.9	8.8
相对恒生中国企业指数	7.9	2.7	6.8	8.1

发行股数(百万)	12,338
流通股(%)	83
流通股市值(港币百万)	62,798
3个月日均交易额(港币百万)	119
净负债比率(%) (2014E)	89
主要股东(%)	
中铁建总公司	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年8月29日收市价为标准

投资摘要 — H 股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币百万)	484,313	586,790	612,239	638,930	666,318
变动(%)	6	21	4	4	4
净利润(人民币百万)	8,629	10,345	11,041	11,694	12,737
全面摊薄每股收益(人民币)	0.699	0.838	0.895	0.948	1.032
变动(%)	9.9	19.9	6.7	5.9	8.9
市场预期每股收益(人民币)			0.93	1.02	1.14
核心每股收益(人民币)	0.707	0.882	0.901	0.949	1.032
变动(%)	5.5	24.8	2.1	5.4	8.8
全面摊薄市盈率(倍)	7.3	6.1	5.7	5.4	4.9
核心市盈率(倍)	7.2	5.8	5.7	5.4	4.9
每股现金流量(人民币)	0.38	(0.75)	0.25	0.97	1.22
价格/每股现金流量(倍)	13.3	(6.7)	20.7	5.2	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.4	4.4	5.0	5.0	4.9
每股股息(人民币)	0.110	0.130	0.134	0.142	0.155
股息率(%)	2.2	2.6	2.6	2.8	3.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2013 业绩摘要(A 及 H 股)

(人民币, 百万)	1H13	1H14	变化(%)	1Q13	1Q14	变化(%)	FY12	FY13	变化(%)
营业收入	236,038	261,694	10.9	89,262	108,143	21.2	484,313	586,790	21.2
营业成本	(212,334)	(235,176)	10.8	(79,754)	(96,928)	21.5	(432,889)	(527,248)	21.8
营业税金及附加	(6,668)	(7,650)	14.7	(2,447)	(3,127)	27.8	(14,441)	(16,827)	16.5
销售费用	(996)	(1,271)	27.7	(415)	(611)	47.4	(1,946)	(2,509)	28.9
管理费用	(8,877)	(8,767)	(1.2)	(3,802)	(3,867)	1.7	(20,538)	(22,720)	10.6
财务费用	(1,621)	(2,375)	46.5	(947)	(1,093)	15.4	(3,501)	(3,749)	7.1
资产减值损失	(13)	(200)	1,412.2	15	(175)	(1,242.2)	(332)	(1,431)	331.3
公允价值变动	13	(11)	(188.6)	4	(11)	(356.0)	3	1	(70.9)
投资收益	12	(5)	(146.5)	34	(3)	(109.7)	187	(22)	(111.9)
汇兑净收益	0	0	nm	0	0	nm	0	0	nm
营业利润	5,654	6,239	10.3	1,951	2,327	19.2	10,856	12,283	13.1
营业外收入	279	386	38.4	119	266	123.1	656	966	47.3
营业外支出	(49)	(127)	157.3	(25)	(63)	157.6	(448)	(210)	(53.2)
利润总额	5,884	6,499	10.4	2,046	2,530	23.6	11,064	13,040	17.9
所得税费用	(1,089)	(1,454)	33.5	(401)	(523)	30.4	(2,393)	(2,600)	8.7
净利润	4,795	5,045	5.2	1,645	2,007	22.0	8,671	10,439	20.4
少数股东损益	(40)	(62)	57.7	(17)	(4)	(73.8)	(42)	(95)	127.0
归属于上市公司	4,755	4,983	4.8	1,628	2,002	23.0	8,629	10,345	19.9
股东净利润									

资料来源: 公司数据

图表 2. 公司新签合同及增速

(人民币, 亿元)	13 年上半年	14 年上半年	同比(%)
工程承包	2,653	3,221	21.4
勘察设计监理	43	46	5.0
工业制造	56	69	22.6
物流与物资贸易	562	453	(19.3)
房地产	121	103	(14.4)
其他	6	7	12.7
总计	3,441	3,898	13.3

资料来源: 公司数据

图表 3. 在执行未完成合同增速

(人民币, 亿元)	13 年上半年	14 年上半年	同比(%)
工程承包	14,511	16,608	3.7
勘察设计监理	39	51	22.5
工业制造	32	43	31.6
物流与物资贸易	1,162	1,078	(8.8)
房地产	195	195	23.3
其他	6	9	22.4
总计	15,945	17,983	3.1

资料来源: 公司数据

公司 2014 上半年收入 2,616.94 亿人民币, 同比增长 10.9%; 归属上市公司股东净利润 49.83 亿元人民币, 同比增长 4.8%, 对应每股收益 0.4 元。公司整体毛利率较去年同期基本持平, 在主业方面, 毛利率略微下降, 而其他业务毛利率的大幅提升, 为公司整体毛利率的平稳提供了重要支撑。房地产业务上半年的毛利增长接近 50%, 为公司整体贡献了可观的业绩。

上半年, 工程承包业务继续得到巩固和加强。工程承包板块新签合同额 3,220.648 亿元, 占新签合同总额的 82.62%, 同比增长 21.39%。

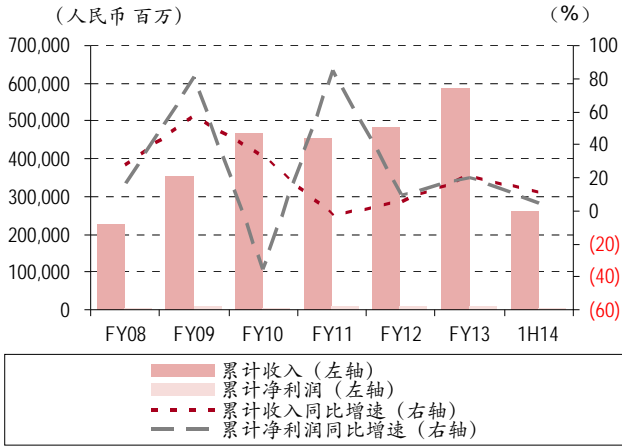
其中, 铁路工程新签合同额 1,291.744 亿元, 占工程承包板块新签合同额的 40.11%, 同比增长 72.57%; 公路工程新签合同额 422.347 亿元, 占工程承包板块新签合同额的 13.11%, 同比减少 29.67%; 城市轨道交通工程新签合同额 304.327 亿元, 占工程承包板块新签合同额的 9.45%, 同比增长 60.54%; 房建工程新签合同额 722.183 亿元, 占工程承包板块新签合同额的 22.42%, 同比增长 1.25%; 市政工程新签合同额 260.044 亿元, 占工程承包板块新签合同额的 8.07%, 同比增加 1.58%; 水利电力工程新签合同额 53.088 亿元, 占工程承包板块新签合同额的 1.65%, 同比增加 8.27%; 机场码头工程新签合同额 17.939 亿元, 占工程承包板块新签合同额的 0.56%, 同比增长 28.23%。铁路项目新签合同的快速增长主要是因为海外铁路项目新签合同额大幅增长。

在非工程承包板块, 上半年新签合同额 677.587 亿元, 占新签合同总额的 17.38%, 同比减少 14.00%。其中: 勘察设计咨询新签合同额 45.507 亿元, 同比增长 4.95%; 工业制造新签合同额 69.141 亿元, 同比增长 22.59%; 物流与物资贸易新签合同额 453.017 亿元, 同比减少 19.34%; 房地产新签合同额 103.218 亿元, 同比减少 14.42%。

上半年公司的资本开支共计 83.203 亿元, 增长的主要因素是 BOT 项目的建设成本较上年同期增加, 在专业设备方面, 全集团盾构设备增加到 180 台, 高速铁路及客运专线混凝土箱梁施工专用设备 376 台套。

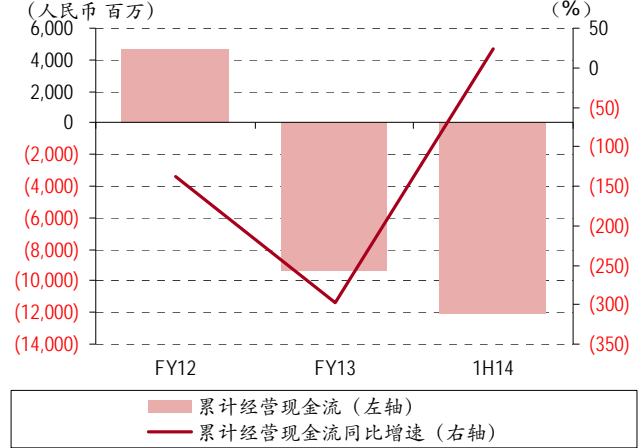
我们预计下半年铁路新开工项目会有较大幅度增加，基本建设投资规模整体上会平稳较快增长。整体而言，公司的业绩还将保持平稳的增长。

图表 4. 公司业绩和收入情况



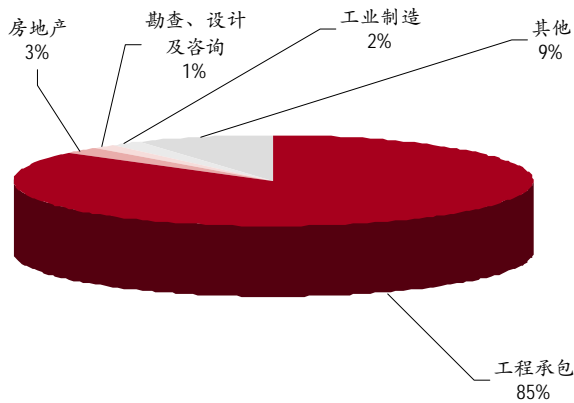
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 5. 公司现金流情况



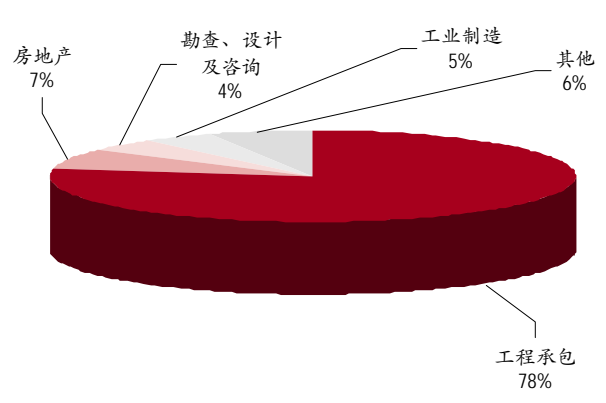
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 6. 上半年公司主要收入占比



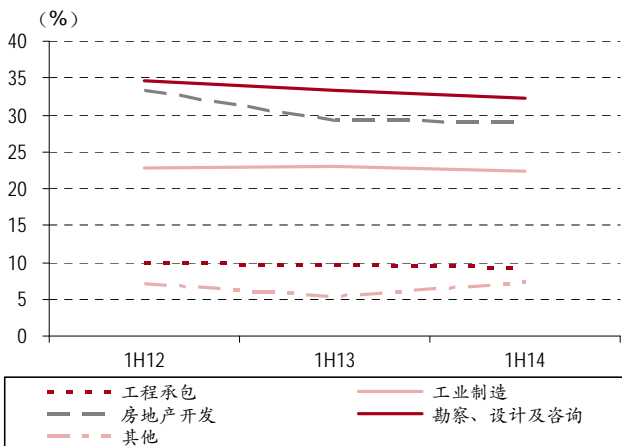
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 7. 上半年公司毛利分布情况



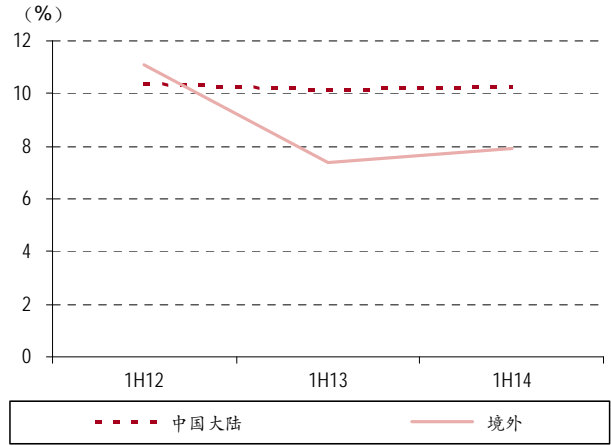
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 8. 上半年公司主要业务毛利率



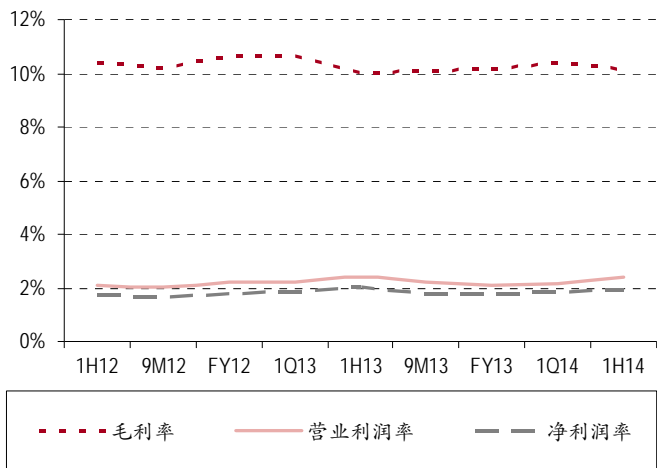
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 9. 公司国内外业务毛利率



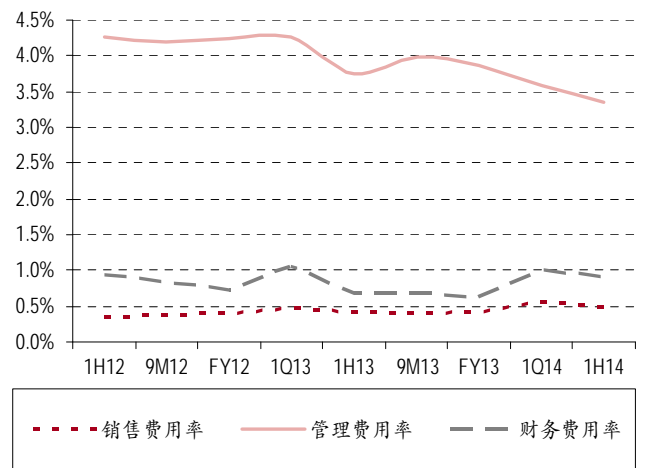
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 10 公司毛利率 净利率情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 11 公司三项费用率情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

损益表 - A 股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	484,313	586,790	612,239	638,930	666,318
销售成本	(432,889)	(527,248)	(549,463)	(572,485)	(596,307)
经营费用	(27,236)	(32,150)	(33,929)	(34,198)	(34,500)
息税折旧前利润	14,498	17,485	18,022	20,442	22,702
折旧及摊销	(9,689)	(9,906)	(10,826)	(11,805)	(12,808)
经营利润(息税前利润)	24,187	27,391	28,847	32,247	35,510
净利息收入(费用)	(3,501)	(3,749)	(4,033)	(5,712)	(6,679)
其他收益/(损失)	66	(696)	45	132	159
税前利润	11,064	13,040	14,033	14,862	16,182
所得税	(2,393)	(2,600)	(2,947)	(3,121)	(3,398)
少数股东权益	(42)	(95)	(45)	(47)	(47)
净利润	8,629	10,345	11,041	11,694	12,737
核心净利润	8,724	10,884	11,112	11,708	12,734
每股收益(人民币)	0.699	0.838	0.895	0.948	1.032
核心每股收益(人民币)	0.707	0.882	0.901	0.949	1.032
每股股息(人民币)	0.110	0.130	0.134	0.142	0.155
收入增长(%)	6	21	4	4	4
息税前利润增长(%)	17	21	3	13	11
息税折旧前利润增长(%)	11	13	5	12	10
每股收益增长(%)	10	20	7	6	9
核心每股收益增长(%)	6	25	2	5	9

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	11,064	13,040	14,033	14,862	16,182
折旧与摊销	9,689	9,906	10,826	11,805	12,808
净利息费用	3,501	3,749	4,033	5,712	6,679
运营资本变动	(14,220)	(34,435)	(23,133)	(17,386)	(17,323)
税金	(3,219)	(2,600)	(2,947)	(3,121)	(3,398)
其他经营现金流	(2,095)	1,026	225	148	141
经营活动产生的现金流	4,720	(9,314)	3,037	12,020	15,089
购买固定资产净值	(10,500)	(17,645)	(20,878)	(21,932)	(22,432)
投资减少/增加	1,657	1,606	(1)	(1)	(1)
其他投资现金流	534	(3,957)	(155)	(153)	(161)
投资活动产生的现金流	(8,309)	(19,997)	(21,034)	(22,086)	(22,594)
净增权益	437	1,506	0	0	0
净增债务	15,579	35,906	(2,613)	10,010	10,010
支付股息	(1,234)	(1,357)	(1,604)	(1,656)	(1,754)
其他融资现金流	(5,598)	(6,454)	(3,576)	(5,116)	(6,009)
融资活动产生的现金流	9,184	29,600	(7,793)	3,238	2,247
现金变动	5,594	290	(25,790)	(6,828)	(5,258)
期初现金	74,168	79,782	79,783	53,994	47,166
公司自由现金流	(1,250)	(25,108)	(14,927)	(7,905)	(5,584)
权益自由现金流	8,489	3,383	(24,643)	(5,768)	(4,174)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	79,897	79,907	54,118	47,292	42,035
应收帐款	151,033	168,425	188,895	208,275	226,763
库存	171,337	201,637	231,882	262,027	296,091
其他流动资产	14,020	21,093	24,370	27,933	32,029
流动资产总计	416,287	471,061	499,265	545,527	596,918
固定资产	40,271	43,164	52,660	62,253	71,359
无形资产	8,304	10,731	10,927	11,162	11,382
其他长期资产	15,822	28,062	35,134	43,988	54,883
长期资产总计	64,397	81,957	98,722	117,404	137,624
总资产	480,683	553,019	597,987	662,931	734,541
应付帐款	277,828	306,678	342,573	384,922	432,678
短期债务	71,923	68,375	63,762	63,772	65,782
其他流动负债	19,060	15,853	17,551	19,460	21,612
流动负债总计	368,812	390,906	423,885	468,154	520,072
长期借款	31,390	71,685	73,685	83,685	91,685
其他长期负债	7,275	6,603	7,110	7,699	8,363
股本	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338
储备	59,503	68,649	78,087	88,125	99,107
股东权益	71,841	80,987	90,424	100,462	111,445
少数股东权益	1,366	2,838	2,883	2,930	2,977
总负债及权益	480,683	553,019	597,987	662,931	734,541
每股帐面价值(人民币)	5.82	6.56	7.33	8.14	9.03
每股有形资产(人民币)	5.15	5.69	6.44	7.24	8.11
每股净负债/(现金)(人民币)	1.90	4.88	6.75	8.12	9.36

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.0	4.7	4.7	5.0	5.3
息税前利润率(%)	3.0	3.0	2.9	3.2	3.4
税前利润率(%)	2.3	2.2	2.3	2.3	2.4
净利率(%)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1
利息覆盖率(倍)	2.6	2.7	2.6	2.7	2.7
净权益负债率(%)	32.0	71.8	89.3	96.9	100.9
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	8.4	7.0	6.6	6.2	5.7
核心业务市盈率(倍)	8.3	6.7	6.5	6.2	5.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.7	7.0	6.9	6.5	6.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
价格/现金流(倍)	15.4	(7.8)	23.9	6.0	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	4.7	5.3	5.3	5.2
周转率					
存货周转天数	135.5	129.1	144.0	157.5	170.8
应收帐款周转天数	104.1	99.4	106.5	113.4	119.2
应付帐款周转天数	197.5	181.8	193.5	207.8	223.9
回报率					
股息支付率(%)	15.7	15.5	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	12.6	13.5	12.9	12.3	12.0
资产收益率(%)	2.5	2.7	2.5	2.6	2.6
已运用资本收益率(%)	10.1	10.1	9.2	9.3	9.3

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	484,313	586,790	612,239	638,930	666,318
销售成本	(432,889)	(527,248)	(549,463)	(572,485)	(596,307)
经营费用	(27,236)	(32,150)	(33,929)	(34,198)	(34,500)
息税折旧前利润	14,498	17,485	18,022	20,442	22,702
折旧及摊销	(9,689)	(9,906)	(10,826)	(11,805)	(12,808)
经营利润(息税前利润)	24,187	27,391	28,847	32,247	35,510
净利息收入(费用)	(3,501)	(3,749)	(4,033)	(5,712)	(6,679)
其他收益/(损失)	66	(696)	45	132	159
税前利润	11,064	13,040	14,033	14,862	16,182
所得税	(2,393)	(2,600)	(2,947)	(3,121)	(3,398)
少数股东权益	(42)	(95)	(45)	(47)	(47)
净利润	8,629	10,345	11,041	11,694	12,737
核心净利润	8,724	10,884	11,112	11,708	12,734
每股收益(人民币)	0.699	0.838	0.895	0.948	1.032
核心每股收益(人民币)	0.707	0.882	0.901	0.949	1.032
每股股息(人民币)	0.110	0.130	0.134	0.142	0.155
收入增长(%)	6	21	4	4	4
息税前利润增长(%)	17	21	3	13	11
息税折旧前利润增长(%)	11	13	5	12	10
每股收益增长(%)	10	20	7	6	9
核心每股收益增长(%)	6	25	2	5	9

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	11,064	13,040	14,033	14,862	16,182
折旧与摊销	9,689	9,906	10,826	11,805	12,808
净利息费用	3,501	3,749	4,033	5,712	6,679
运营资本变动	(14,220)	(34,435)	(23,133)	(17,386)	(17,323)
税金	(3,219)	(3,219)	(2,947)	(3,121)	(3,398)
其他经营现金流	(2,095)	1,645	225	148	141
经营活动产生的现金流	4,720	(9,314)	3,037	12,020	15,089
购买固定资产净值	(10,500)	(17,645)	(20,878)	(21,932)	(22,432)
投资减少/增加	1,657	1,606	(1)	(1)	(1)
其他投资现金流	534	(3,957)	(155)	(153)	(161)
投资活动产生的现金流	(8,309)	(19,997)	(21,034)	(22,086)	(22,594)
净增权益	437	1,506	0	0	0
净增债务	15,579	35,906	(2,613)	10,010	10,010
支付股息	(1,234)	(1,357)	(1,604)	(1,656)	(1,754)
其他融资现金流	(5,598)	(6,454)	(3,576)	(5,116)	(6,009)
融资活动产生的现金流	9,184	29,600	(7,793)	3,238	2,247
现金变动	5,594	290	(25,790)	(6,828)	(5,258)
期初现金	74,168	79,782	79,783	53,994	47,166
公司自由现金流	(1,250)	(25,108)	(14,927)	(7,905)	(5,584)
权益自由现金流	8,489	3,383	(24,643)	(5,768)	(4,174)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	79,897	79,907	54,118	47,292	42,035
应收帐款	151,033	168,425	188,895	208,275	226,763
库存	171,337	201,637	231,882	262,027	296,091
其他流动资产	14,020	21,093	24,370	27,933	32,029
流动资产总计	416,287	471,061	499,265	545,527	596,918
固定资产	40,271	43,164	52,660	62,253	71,359
无形资产	8,304	10,731	10,927	11,162	11,382
其他长期资产	15,822	28,062	35,134	43,988	54,883
长期资产总计	64,397	81,957	98,722	117,404	137,624
总资产	480,683	553,019	597,987	662,931	734,541
应付帐款	277,828	306,678	342,573	384,922	432,678
短期债务	71,923	68,375	63,762	63,772	65,782
其他流动负债	19,060	15,853	17,551	19,460	21,612
流动负债总计	368,812	390,906	423,885	468,154	520,072
长期借款	31,390	71,685	73,685	83,685	91,685
其他长期负债	7,275	6,603	7,110	7,699	8,363
股本	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338
储备	59,503	68,649	78,087	88,125	99,107
股东权益	71,841	80,987	90,424	100,462	111,445
少数股东权益	1,366	2,838	2,883	2,930	2,977
总负债及权益	480,683	553,019	597,987	662,931	734,541
每股帐面价值(人民币)	5.82	6.56	7.33	8.14	9.03
每股有形资产(人民币)	5.15	5.69	6.44	7.24	8.11
每股净负债/(现金)(人民币)	1.90	4.88	6.75	8.12	9.36

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.0	4.7	4.7	5.0	5.3
息税前利润率(%)	3.0	3.0	2.9	3.2	3.4
税前利润率(%)	2.3	2.2	2.3	2.3	2.4
净利率(%)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1
利息覆盖率(倍)	2.6	2.7	2.6	2.7	2.7
净权益负债率(%)	32.0	71.8	89.3	96.9	100.9
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	7.3	6.1	5.7	5.4	4.9
核心业务市盈率(倍)	7.2	5.8	5.7	5.4	4.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.9	7.1	7.0	6.6	6.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
价格/现金流(倍)	13.3	(6.7)	20.7	5.2	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.4	4.4	5.0	5.0	4.9
周转率					
存货周转天数	135.5	129.1	144.0	157.5	170.8
应收帐款周转天数	104.1	99.4	106.5	113.4	119.2
应付帐款周转天数	197.5	181.8	193.5	207.8	223.9
回报率					
股息支付率(%)	15.7	15.5	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	12.6	13.5	12.9	12.3	12.0
资产收益率(%)	2.5	2.7	2.5	2.6	2.6
已运用资本收益率(%)	10.1	10.1	9.2	9.3	9.3

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，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 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371