

## 一汽轿车

### 核心问题依然是产品缺乏竞争力

#### 毛利率下滑以及销售费用激增导致 2014 年净利润大幅下滑

公司 2014 年销量约为 29 万辆，同比增长 18%，主营业务收入 339 亿元，同比增长 14%，但净利润仅为 1.6 亿元，同比大幅下滑 84%，我们认为主要原因是销售费用大幅增长 35% 至 39 亿元所致。公司在 2014 年推出了多款全新车型，大幅度地增加了电视、报纸等媒体的广告投放和宣传活动，广告费用由 2013 年的 7.4 亿同比增长 85% 至 13.7 亿元。此外，由于产品结构下移以及 ASP 下降影响，公司的综合毛利率下滑 2 个百分点至 21.4%。

#### 产品缺乏竞争力，我们预计公司 2015 年收入和销量将出现下滑

公司在 2014 年推出全新车型马自达 6 阿特兹以及 SUV CX7，但是由于 1) 马自达品牌过去几年在中国市场的影响力出现大幅下滑；2) 车型外观设计并不符合中国消费者的审美标准；3) 定价较高，使得这两款新车型反响平平，销量远低于市场预期。此外，由于车型日益老化，我们预计老马自达 6 的销量将会继续下滑。我们预计一汽自主的奔腾品牌仍将较为艰难，主力车型 B50 和 X80 的销售已经显示出疲态，而红旗品牌由于过高的定位依然很难在私人消费领域打开市场。整体上，我们预计公司 2015 年销量为 26.6 万辆，同比下滑 9%，低于公司 30 万辆的销售目标，收入预计为 309 亿，同比下滑 9%。

#### 一汽集团的整体上市或成为公司未来一年的唯一看点

根据公司年报中的披露，公司控股股东一汽股份公司承诺将在 2016 年 6 月 28 日之前，通过资产重组或其他方式整合所属的轿车整车业务，从而解决与一汽轿车的同业竞争问题。我们认为未来可能的重组方式有两种：1) 一汽股份公司独立上市再吸收合并一汽轿车和一汽夏利；2) 一汽股份公司借壳一汽轿车上市再吸收合并一汽夏利。无论哪种方式，都可能成为一汽轿车股价上涨的催化剂，但一汽集团整体上市的进度和时间点仍然存在很大不确定性。

#### 估值：基本面难以支撑当前估值，评级从“买入”下调至“卖出”

我们将公司 2015~17 年的 EPS 预测下调至 0.33/0.29/0.29 元（原 1.09/1.23/1.27 元）。基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC 为 10.1%）将目标价从 20.8 元下调至 10 元。公司当前股价对应 2015E PE 74x。公司股价未来一年的上行风险来自于一汽集团整体上市方案的推进。

### Equities

中国

汽车制造业

12 个月评级	<b>卖出</b>
	之前: 买入
12 个月目标价	<b>Rmb10.00</b>
	之前: Rmb20.80
股价	<b>Rmb24.20</b>
路透代码: 000800.SZ 彭博代码 000800 CH	
<b>交易数据和主要指标</b>	
52 周股价波动范围	Rmb25.87-9.40
市值	Rmb39.4 十亿/US\$6.35 十亿
已发行股本	1,627 百万 (ORDA)
流通股比例	87%
日均成交量(千股)	40,303
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb814.2
普通股股东权益 (12/15E)	Rmb9.26 十亿
市净率 (12/15E)	4.3x
净债务 / EBITDA	0.5x
<b>每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)</b>	
	从 到 %市场预测
12/15E	1.09 0.33 -70.12 0.77
12/16E	1.23 0.29 -76.26 1.00
12/17E	1.27 0.29 -76.84 1.14

 邹天龙, CFA  
 分析师

S1460512070001

tianlong.zou@ubssecurities.com

+86-105-832 8775

重要数据 (Rmb 千)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	23,384,905	29,675,131	33,857,242	30,813,418	29,123,836	29,237,736	29,623,919	30,054,486
息税前利润(UBS)	(1,114,129)	1,020,764	(38,409)	377,968	270,655	205,670	157,672	111,896
净利润(UBS)	(756,473)	1,007,094	161,263	529,698	473,465	477,830	507,263	556,592
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	(0.46)	0.62	0.10	0.33	0.29	0.29	0.31	0.34
每股股息 (Rmb)	0.00	0.02	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
现金 / (净债务)	(638,744)	(725,168)	(1,265,812)	(888,105)	(604,317)	(336,156)	(48,879)	277,752
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	-4.8	3.4	-0.1	1.2	0.9	0.7	0.5	0.4
ROIC (EBIT) (%)	(15.3)	13.0	(0.4)	4.4	3.2	2.5	2.0	1.5
EV/EBITDA(core)x	-61.4	10.3	17.1	23.2	23.1	22.4	21.6	20.5
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	(19.7)	19.3	NM	74.4	83.2	82.4	77.6	70.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(7.2)	(0.2)	(6.4)	1.5	1.3	1.2	1.3	1.4
净股息收益率(%)	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出。(E): 根据 2015 年 05 月 08 日 15 时 56 分的股价(Rmb24.20)得出;

# 投资主题

## 一汽轿车

### 投资理由

公司 2014 年销量和主营业务收入分别同比增长 18%/14%，但净利润却同比大幅度下滑了 84%。我们认为下降的主要为销售费用大幅增长所致。同时，由于马自达品牌过去几年市场影响力大不如前，外观设计并不符合中国消费者的审美且定价较高，所以新车的销量一直表现平平。我们预测未来销量还会陆续下滑。因此，我们下调一汽轿车 15-17 年的 EPS 预测至 0.33/0.29/0.29 元，与市场一致预期 0.77/1.00/1.14 元相比，分别低于市场一致预期 57%/71%/75%，并将目标价下调至 10 元。公司当前股价对应 2015E PE 约为 74x。

### 乐观情景

此情景下，我们预计马自达 6 阿特兹及 SUV CX7 2015 年销量增长 35%/10%（我们当前假设增速分别为 +30%/-60%），利润率预测不变，我们估算 2015 年 EPS 为 0.36 元，对应每股估值 11 元。

### 悲观情景

此情景下，我们预计马自达 6 阿特兹及 SUV CX7 2015 年销量增长 20%/-80%（我们当前假设增速分别为 +30%/-60%），利润率预测不变，我们估算 2015 年 EPS 为 0.30 元，对应每股估值 9 元。

### 近期催化剂

公司股价未来一年的上行风险来自于一汽集团整体上市方案的推进，但一汽集团整体上市的进度和时间点仍然存在很大不确定性。

12 个月评级

卖出

12 个月目标价

Rmb10.00

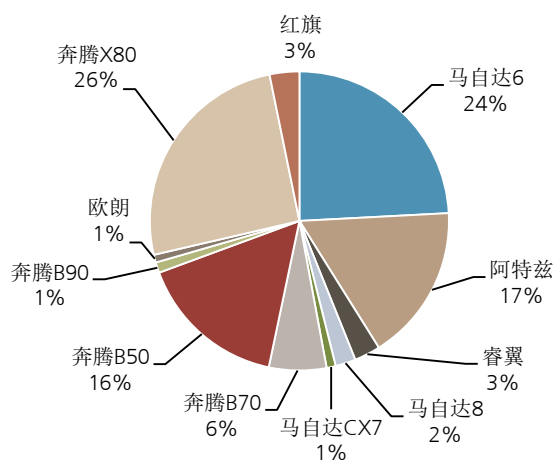
### 公司简介

一汽轿车是一汽集团旗下企业，是该集团的自主品牌乘用车的主要生产平台。一汽轿车在国内市场主要生产马自达 6 和“奔腾”系列轿车。其中，一汽轿车根据与日本马自达公司签署的技术转移和支持协议生产马自达 6 型轿车。一汽轿车自有品牌“奔腾”系列定位是中/高档企业轿车市场。随着 2010 年底，一汽轿车第二工厂的启用，目前公司具备年产整车 44 万辆的生产能力。

### 行业展望

我们认为未来 5 年中国乘用车需求总体将放缓，增速维持在 7.5% 左右；分级别来看，我们看好紧凑型轿车、高端轿车和 SUV；分国别来看，我们看好德系、美系以及部分产品结构突出的自主品牌。一汽马自达的品牌影响力已大不如前，所以销量平平。自主品牌奔腾主力车型销售也已经显示出疲态，红旗品牌则由于过高的定位依然很难在私人消费领域打开市场。我们认为在行业发展进入冷却阶段，市场竞争更加激烈的情况下，一汽轿车会面临非常严峻的挑战。

### 产品收入分布（2014，%）



来源：公司信息

### 收入按业务板块分布

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
整车业务	19,031	25,325	29,699	26,448	24,540	24,424
其他业务	4,354	4,350	4,158	4,366	4,584	4,813
合计	23,385	29,675	33,857	30,813	29,124	29,238

来源：公司信息，瑞银证券预测

图表 79: 瑞银 VCAM 估值摘要

相对年 财年	+1E 2015E	+2E 2016E	+3E 2017E	+4E 2018E	+5E 2019E	+6E 2020E	+7E 2021E	+8E 2022E	+9E 2023E	+10E 2024E
息税前利润	377,968	270,655	205,670	157,672	111,896	976,170	1,366,638	1,836,761	2,400,034	3,072,044
折旧及摊销*	1,291,500	1,379,865	1,472,554	1,554,597	1,650,692	942,509	999,059	1,055,610	1,111,346	1,165,258
资本支出	(1,162,024)	(1,162,024)	(1,162,024)	(1,162,024)	(1,162,024)	(841,526)	(970,784)	(1,118,946)	(1,288,688)	(1,483,056)
运营资本变动	288,113	161,689	(3,542)	(29,097)	(33,211)	(502,421)	(438,913)	(498,216)	(565,431)	(641,604)
所得税 (营运)	(110,911)	(118,592)	(30,851)	(23,651)	(16,784)	(195,234)	(273,328)	(367,352)	(480,007)	(614,409)
其他	241,084	230,250	215,822	213,644	213,289	(28,852)	(32,315)	(36,192)	(40,535)	(45,400)
自由现金流	925,730	761,844	697,630	711,142	763,858	350,646	650,358	871,664	1,136,719	1,452,834
增长		-17.7%	-8.4%	1.9%	7.4%	-54.1%	85.5%	34.0%	30.4%	27.8%

估值	
明计现金流现值	4,787,394
期末价值 (第 10 年) 现值	10,069,005
<b>企业价值</b>	<b>14,856,399</b>
占永续价值百分比	68%
联营公司及其他	1,421,932
少数股东权益	48,195
现金盈余 **	614,326
债务***	1,990,000
权益价值	14,854,462
已发行股数 [k]	1,627,500
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>9.13</b>
权益成本	10.2%
股息收益率	0.1%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>10.00</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	12.0%	8.0%	6.0%
息税前利润率	5.8%	4.0%	3.5%
资本支出 / 销售收入	2.8%	3.5%	4.0%
投资资本回报率	22.8%	15.8%	12.6%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	8.9x	9.0x	8.9x
企业价值 / 息税前利润	39.3x	54.9x	43.7x
自由现金流收益率	6.2%	5.1%	5.8%
市盈率 (现值)	28.1x	31.4x	29.2x
市盈率 (目标)	30.8x	34.4x	31.9x

加权平均资本成本	
无风险利	3.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.34
债务/权益比	4.7%
边际税率	25.0%
权益成本	10.2%
债务成本	5.4%
<b>WACC</b>	<b>10.1%</b>

期末假设值	
VCH (年数)	10
对应的自由现金流增长	4.1%
权益资本回报率增	9.2%
企业价值息税折旧摊销前利	5.6x

数目单位是 Rmb k, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价值 / 季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源:

# 一汽轿车 (000800.SZ)

损益表(Rmb 千)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	23,384,905	29,675,131	33,857,242	30,813,418	-9.0	29,123,836	-5.5	29,237,736	29,623,919	30,054,486
毛利	2,638,413	5,524,276	5,583,555	4,982,120	-10.8	4,632,839	-7.0	4,591,925	4,602,895	4,621,876
息税折旧摊销前利润(UBS)	(237,835)	1,852,272	1,056,736	1,669,468	58.0	1,650,520	-1.1	1,678,224	1,712,269	1,762,588
折旧和摊销	(876,295)	(831,508)	(1,095,145)	(1,291,500)	17.9	(1,379,865)	6.8	(1,472,554)	(1,554,597)	(1,650,692)
息税前利润(UBS)	(1,114,129)	1,020,764	(38,409)	377,968	-	270,655	-28.4	205,670	157,672	111,896
联营及投资收益	171,890	200,889	215,233	258,890	20.3	311,334	20.3	374,334	450,015	540,928
其他非营业利润	22,595	21,856	9,503	21,278	123.9	15,390	-27.7	18,334	16,862	17,598
净利息	(39,120)	(89,169)	(107,270)	(128,519)	-19.8	(123,986)	3.5	(120,581)	(117,363)	(113,915)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	(958,764)	1,154,340	79,057	529,618	NM	473,394	-10.6	477,758	507,187	556,508
税项	206,255	(121,228)	57,995	(79,443)	-	(71,009)	10.6	(71,664)	(76,078)	(83,476)
税后利润	(752,509)	1,033,112	137,053	450,175	228.5	402,385	-10.6	406,094	431,109	473,032
优先股股息及少数股权	(3,964)	(26,018)	24,210	79,523	228.5	71,081	-10.6	71,736	76,155	83,560
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	(756,473)	1,007,094	161,263	529,698	228.5	473,465	-10.6	477,830	507,263	556,592
净利润(UBS)	(756,473)	1,007,094	161,263	529,698	228.5	473,465	-10.6	477,830	507,263	556,592
税率(%)	0.0	10.5	0.0	15.0	-	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(UBS 稀释后)	(0.46)	0.62	0.10	0.33	228.5	0.29	-10.6	0.29	0.31	0.34
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	(0.46)	0.62	0.10	0.33	228.5	0.29	-10.6	0.29	0.31	0.34
每股收益(UBS, 基本)	(0.46)	0.62	0.10	0.33	228.5	0.29	-10.6	0.29	0.31	0.34
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.02	0.01	0.03	228.4	0.03	-10.6	0.03	0.03	0.03
每股账面价值	4.67	5.29	5.37	5.69	5.9	5.95	4.5	6.21	6.49	6.80
平均股数(稀释后)	1,627.50	1,627.50	1,627.50	1,627.50	0.0	1,627.50	0.0	1,627.50	1,627.50	1,627.50
资产负债表(Rmb 千)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
现金和现金等价物	1,371,256	1,284,832	744,188	1,121,895	50.8	1,405,683	25.3	1,673,844	1,961,121	2,287,752
其他流动资产	7,470,684	10,135,340	10,542,974	9,611,627	-8.8	9,097,207	-5.4	9,142,568	9,271,560	9,414,259
流动资产总额	8,841,940	11,420,172	11,287,163	10,733,522	-4.9	10,502,890	-2.1	10,816,412	11,232,682	11,702,011
有形固定资产净值	3,379,068	5,815,548	5,940,062	5,429,292	-8.6	4,926,865	-9.3	4,386,631	3,785,542	3,111,641
无形固定资产净值	1,012,893	1,090,379	1,210,169	1,429,464	18.1	1,637,110	14.5	1,833,106	2,017,452	2,190,147
投资其他资产	3,096,661	2,760,181	2,498,204	2,944,859	17.9	3,363,194	14.2	3,804,137	4,314,347	4,907,274
总资产	16,330,563	21,086,280	20,935,598	20,537,138	-1.9	20,430,060	-0.5	20,840,287	21,350,022	21,911,073
应付账款和其他短期负债	6,215,306	9,849,126	9,606,081	8,775,434	-8.6	8,319,422	-5.2	8,371,332	8,498,175	8,637,381
短期债务	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	0.00	2,000,000	0.00	2,000,000	2,000,000	2,000,000
流动负债总额	8,215,306	11,849,126	11,606,081	10,775,434	-7.2	10,319,422	-4.2	10,371,332	10,498,175	10,637,381
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	442,143	537,460	516,397	516,397	0.0	516,397	0.0	516,397	516,397	516,397
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	8,657,448	12,386,586	12,122,478	11,291,831	-6.9	10,835,819	-4.0	10,887,729	11,014,573	11,153,778
普通股股东权益	7,606,921	8,607,483	8,745,118	9,256,828	5.9	9,676,842	4.5	10,106,896	10,565,943	11,071,348
少数股东权益	66,193	92,212	68,001	(11,521)	-	(82,602)	NM	(154,338)	(230,493)	(314,053)
负债和权益总计	16,330,563	21,086,280	20,935,598	20,537,138	-1.9	20,430,060	-0.5	20,840,287	21,350,022	21,911,073
现金流量表(Rmb 千)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利润(支付优先股股息前)	(756,473)	1,007,094	161,263	529,698	228.5	473,465	-10.6	477,830	507,263	556,592
折旧和摊销	876,295	831,508	1,095,145	1,291,500	17.9	1,379,865	6.8	1,472,554	1,554,597	1,650,692
营运资本变动净值	1,608,067	(425,309)	(809,000)	112,285	-	64,799	-42.3	5,954	(3,784)	(5,299)
其他营业性现金流	(222,213)	(45,546)	(159,496)	(199,022)	-24.8	(253,387)	-27.3	(315,646)	(396,627)	(494,253)
经营性现金流	1,505,677	1,367,746	287,912	1,734,461	NM	1,664,743	-4.0	1,640,692	1,661,450	1,707,731
有形资本支出	(2,577,716)	(1,412,712)	(1,448,304)	(856,982)	40.8	(856,982)	0.0	(856,982)	(856,982)	(856,982)
无形资本支出	0	0	0	(305,042)	-	(305,042)	0.0	(305,042)	(305,042)	(305,042)
净(收购)/处置	105,960	13,613	91,626	216,733	136.5	216,733	0.0	216,733	216,733	216,733
其他投资性现金流	10,061	17,298	19,067	(297,919)	-	(289,477)	-	(290,133)	(294,551)	(301,957)
投资性现金流	(2,461,695)	(1,381,802)	(1,337,610)	(1,243,210)	7.1	(1,234,768)	0.7	(1,235,423)	(1,239,842)	(1,247,247)
已付股息	(65,502)	(97,705)	(126,396)	(16,275)	87.1	(53,451)	-228.4	(47,777)	(48,217)	(51,187)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	(97,270)	-	(92,737)	4.66	(89,332)	(86,114)	(82,667)
债务及优先股变化	585,653	212	33,310	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	520,151	(97,493)	(93,086)	(113,545)	-22.0	(146,188)	-28.7	(137,108)	(134,331)	(133,854)
现金流量中现金的增加(减少)	(435,867)	(111,548)	(1,142,785)	377,707	-	283,788	-24.9	268,161	287,277	326,630
外汇/非现金项目	3,365	25,125	602,140	0	-100.0	0	NM	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	(432,502)	(86,423)	(540,644)	377,707	-	283,788	-24.9	268,161	287,277	326,630

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

# 一汽轿车 (000800.SZ)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	NM	19.3	NM	74.4	NM	NM	NM	70.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	(19.7)	19.3	NM	74.4	83.2	82.4	77.6	70.8
股价/每股现金收益	NM	10.6	14.4	21.6	21.3	20.2	19.1	17.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(7.2)	(0.2)	(6.4)	1.5	1.3	1.2	1.3	1.4
净股息收益率(%)	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
市净率	2.0	2.3	2.1	4.3	4.1	3.9	3.7	3.6
企业价值/营业收入(核心)	0.6	0.6	0.5	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-61.4	10.3	17.1	23.2	23.1	22.4	21.6	20.5
企业价值/息税前利润(核心)	NM	18.8	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	12.9	29.8	25.4	25.6	24.9	24.0	22.7
企业价值/运营投入资本	2.0	2.4	2.1	4.5	4.5	4.6	4.7	4.9
<b>企业价值 (Rmb 千)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
市值	14,907,696	19,440,893	18,035,576	39,385,491	39,385,491	39,385,491	39,385,491	39,385,491
净债务 (现金)	628,744	715,168	1,255,812	878,105	594,317	326,156	38,879	(287,752)
少数股东权益	66,193	92,212	68,001	11,521	82,602	154,338	230,493	314,053
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>15,602,634</b>	<b>20,248,273</b>	<b>19,359,389</b>	<b>40,275,117</b>	<b>40,062,410</b>	<b>39,865,985</b>	<b>39,654,863</b>	<b>39,411,793</b>
非核心资产	(991,442)	(1,082,714)	(1,330,560)	(1,591,113)	(1,904,111)	(2,280,108)	(2,731,786)	(3,274,378)
<b>核心企业价值</b>	<b>14,611,191</b>	<b>19,165,559</b>	<b>18,028,829</b>	<b>38,684,004</b>	<b>38,158,299</b>	<b>37,585,877</b>	<b>36,923,077</b>	<b>36,137,415</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
营业收入	-28.4	26.9	14.1	-9.0	-5.5	0.4	1.3	1.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	-	-	-42.9	58.0	-1.1	1.7	2.0	2.9
息税前利润(UBS)	-	-	-	-	-28.4	-24.0	-23.3	-29.0
每股收益(UBS 稀释后)	-	-	-84.0	NM	-10.6	0.9	6.2	9.7
每股股息净值	-	-	-47.4	NM	-10.6	0.9	6.2	9.7
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
毛利率	11.3	18.6	16.5	16.2	15.9	15.7	15.5	15.4
息税折旧摊销前利润率	NM	6.2	3.1	5.4	5.7	5.7	5.8	5.9
息税前利润率	-4.8	3.4	-0.1	1.2	0.9	0.7	0.5	0.4
净利 (UBS) 率	NM	3.4	0.5	1.7	1.6	1.6	1.7	1.9
ROIC (EBIT)	(15.3)	13.0	(0.4)	4.4	3.2	2.5	2.0	1.5
税后投资资本回报率	NM	11.4	NM	3.1	1.8	0.8	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	(9.5)	12.4	1.9	5.9	5.0	4.8	4.9	5.1
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.7)	0.4	1.2	0.5	0.4	0.2	0.0	(0.2)
净债务/总权益 %	8.3	8.3	14.4	9.6	6.3	3.4	0.5	(2.6)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	7.7	7.7	12.6	8.8	5.9	3.3	0.5	(2.7)
净债务/企业价值	4.4	3.8	7.0	2.3	1.6	0.9	0.1	(0.8)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	160.3	71.8	67.5	63.5	59.8	56.4
资本支出/营业收入(%)	11.0	4.8	4.3	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9
息税前利润/净利息	NM	11.4	NM	2.9	2.2	1.7	1.3	1.0
股息保障倍数 (UBS)	-	NM	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
股息支付率 (UBS) %	-	3.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
<b>分部门收入 (Rmb 千)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
其他	23,384,905	29,675,131	33,857,242	30,813,418	29,123,836	29,237,736	29,623,919	30,054,486
<b>总计</b>	<b>23,384,905</b>	<b>29,675,131</b>	<b>33,857,242</b>	<b>30,813,418</b>	<b>29,123,836</b>	<b>29,237,736</b>	<b>29,623,919</b>	<b>30,054,486</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 千)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
其他	(1,114,129)	1,020,764	(38,409)	377,968	270,655	205,670	157,672	111,896
<b>总计</b>	<b>(1,114,129)</b>	<b>1,020,764</b>	<b>(38,409)</b>	<b>377,968</b>	<b>270,655</b>	<b>205,670</b>	<b>157,672</b>	<b>111,896</b>

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。