

2016年11月14日

中国铁建 (601186.SH)

## 与中国中铁不合理的估值差后续有望逐步修复

■中国铁建与中国中铁具有极强同质性，二者间目前估值差是极不合理的。从成长性来看，2006-2015年，中国中铁收入CAGR=16.37%，中国铁建收入CAGR=15.95%；中国中铁归母净利润CAGR=25.0%，中国铁建归母净利润CAGR=29.4%。近十年两公司收入增速差异不大，中国铁建的利润增速略快于中国中铁。截止至今年9月30日，中国铁建在手订单18458亿元，中国中铁为18904亿元，均为2015年各自收入的3倍左右。从历史估值水平来看，2010-2014年，中国铁建与中国中铁的市盈率比值平均约为1；而2015年至今两铁市盈率比值平均仅有0.7，偏离历史均值较远。两铁同为央企背景，业务结构相似，收入利润体量相当，盈利能力与成长性也无显著差异，而当前中国中铁2016年PE为15倍，中国铁建仅有11倍，两者之间的估值差异是不合理的。

■业绩加速增长，新签订单增速达五年来最高。公司公告1-9月累计收入4238.85亿元，同比增长2.62%，归母净利润91.23亿元，同比增长12.43%，三季度单季归母净利润33.01亿元，同比增长18.59%，环比二季度单季(+7%)明显提速。公告1-9月新签合同总额6,790亿元，为年度计划的79.63%，同比增长22.04%，增速达到五年来最高。分季度来看，Q1、Q2、Q3单季新签合同分别同比增长15.5%、20.7%、32.4%，逐季递增，主要受益于基建稳增长及PPP项目加快落地。新签轨交/市政工程订单分别大幅增长84%/334%。截至9月底在执行未完工订单为18458亿元，是2015年收入的3倍，保障未来持续稳健增长。

■一带一路叠加国内基建PPP，央企基建龙头显著受益。当前一带一路战略预期显著提升，叠加国内基建PPP发力，行业整体有望保持向好趋势，作为央企基建龙头有望显著受益。截止至目前公告新签PPP订单累计约1800亿元，在建筑央企中保持领先地位，凭借央企雄厚实力，后续有望不断斩获PPP订单，从而优化整体业务结构，提升盈利能力。公司在手海外订单3745亿，占未完成合同总量的20%，是2015年海外收入的13倍，海外业务具备高成长潜力。

■投资建议：我们预测公司2016-2018年EPS分别为1.04/1.18/1.31元，当前股价对应PE为11/10/9倍，当前建筑央企（除中国建筑外）平均市盈率为14，公司是除中国建筑外估值最低的央企，且与中国中铁之间存在较大估值差异，我们认为后续有望逐步修复。给予目标价16.52（对应2017年14倍PE），买入-A评级。

■风险提示：宏观经济下行风险，海外经营风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	591,968.5	600,538.7	650,827.5	706,581.9	760,950.4

## 公司分析

证券研究报告

建筑施工

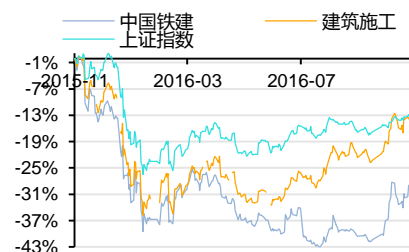
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**16.52元**  
股价(2016-11-11) **11.48元**

### 交易数据

总市值(百万元)	155,893.14
流通市值(百万元)	132,057.26
总股本(百万股)	13,579.54
流通股本(百万股)	11,503.25
12个月价格区间	8.76/15.61元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	20.79	23.79	-20.44
绝对收益	25.19	28.56	-31.18

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001  
xiatian@essence.com.cn  
021-35082732

程龙戈

报告联系人

chenglg@essence.com.cn

### 相关报告

中国铁建：Q3 业绩加速，  
央企平台充分受益 PPP 及  
一带一路 2016-10-28

中国铁建：中期业绩稳健  
增长，央企平台受益 PPP  
推广 2016-08-31

净利润	11,343.3	12,645.5	17,205.8	19,447.0	21,048.2
每股收益(元)	0.84	0.93	1.04	1.18	1.31
每股净资产(元)	6.70	8.22			

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	13.7	12.3	11.0	9.8	8.8
市净率(倍)	1.7	1.4	1.3	1.2	1.0
净利润率	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%
净资产收益率	12.5%	11.3%	11.8%	11.9%	11.9%
股息收益率	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	1.8%
ROIC	18.3%	14.6%	14.8%	16.7%	15.7%

数据来源: Wind, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. “两铁”具有极强同质性，二者间目前估值差是极不合理的</b> .....	<b>4</b>
1.1. 两铁规模对比 .....	4
1.2. 两铁成长性对比.....	4
1.3. 两铁业务情况对比.....	4
1.4. 两铁盈利能力对比.....	5
1.5. 两铁现金流情况对比.....	6
1.6. 两铁订单情况对比.....	6
<b>2. 两铁历史估值差异不大，当前偏离均值较远</b> .....	<b>7</b>
<b>3. 一带一路预期提升，公司海外业务成长潜力巨大</b> .....	<b>8</b>
3.1. 一带一路战略六中全会后预期再提升.....	8
3.2. 一带一路三周年结出累累硕果.....	8
3.2.1. 政策沟通成果丰硕.....	8
3.2.2. 基础设施互通互联，重大项目进展顺利.....	9
3.3. 公司海外业务具备高成长潜力.....	9
<b>4. 基建 PPP 推动业绩订单加速</b> .....	<b>11</b>
4.1. PPP 项目加速落地.....	11
4.2. 业绩加速增长，新签订单增速达五年来最高.....	13
<b>5. 估值与投资建议</b> .....	<b>13</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>14</b>

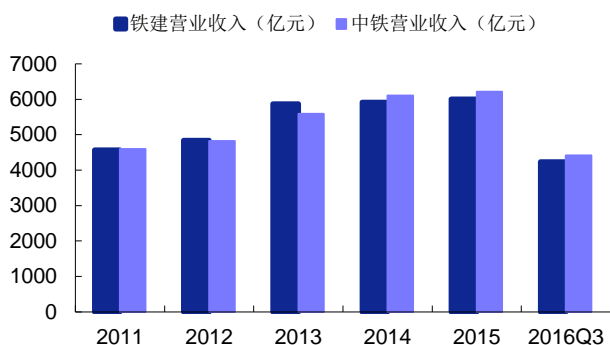
## 1. “两铁”具有极强同质性，二者间目前估值差是极不合理的

中国中铁与中国铁建同为央企背景，业务结构相似，收入利润体量相当，盈利能力与成长性也无显著差异，而当前中国中铁 2016 年 PE 为 15 倍，中国铁建仅有 11 倍，两者之间的估值差异是不合理的。

### 1.1. 两铁规模对比

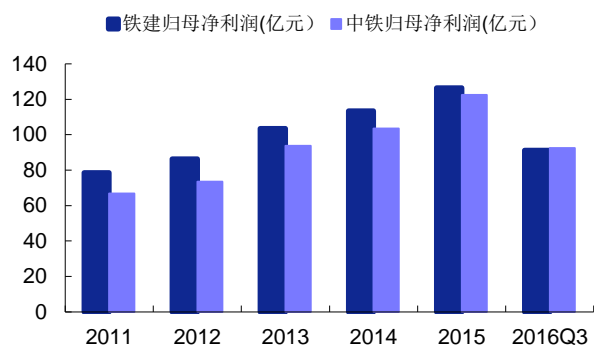
从收入规模来看，2011-2015 年两铁的收入规模相当，铁建和中铁 2016 前三季度营收分别为 4328.85 亿元和 4417.56，同比增长 2.62% 和 2.69%。归母净利润相差不大，2016 年前三季度分别为 91.23 亿元和 92.45 亿元，同比增长 12.43% 和 16.91%。

图 1：两铁收入情况对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：两铁净利润情况对比

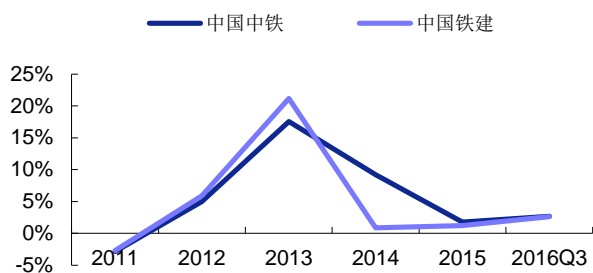


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.2. 两铁成长性对比

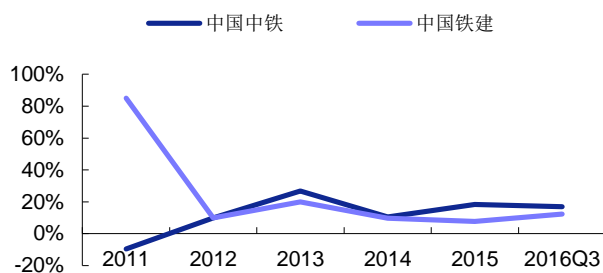
从成长性来看，2006-2015 年，中国中铁收入 CAGR=16.37%，中国铁建收入 CAGR=15.95%，收入增速方面差距不是很明显。2006-2015 年，中国中铁归母净利润 CAGR=25.0%，中国铁建归母净利润 CAGR=29.4%，中国铁建的利润增速略快于中国中铁。

图 3：两铁收入同比情况对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：两铁净利润同比情况对比



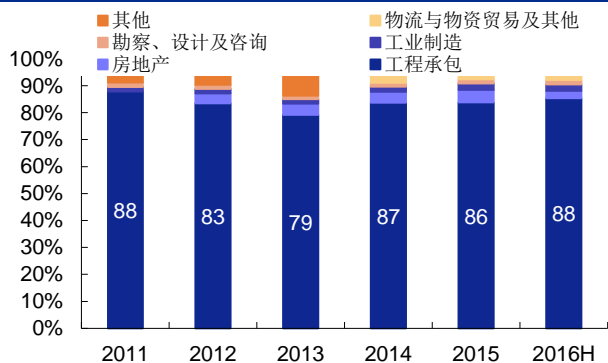
资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.3. 两铁业务情况对比

从业务结构来看，2011-2015 年两铁的主要收入来源均为工程承包业务，其主要包含铁路、公路、市政业务。中国铁建工程承包业务年均占在 85% 左右，中国铁建基建建设年均占比在 83% 左右，两者并无较大差异。其他业务如房地产，勘察设计业务占比也基本相同。

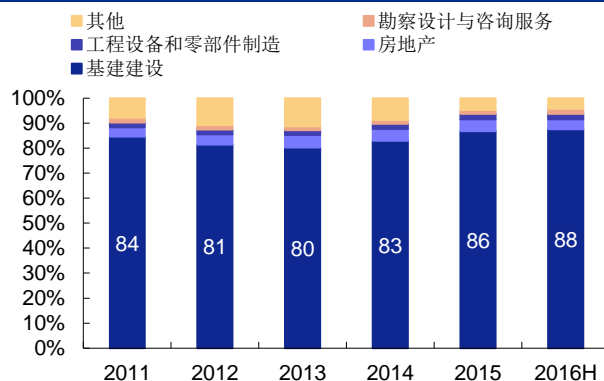
从业务开展区域来看，两铁的国内与国外业务收入占比基本一致。

图 5：中国铁建业务占比情况 (%)



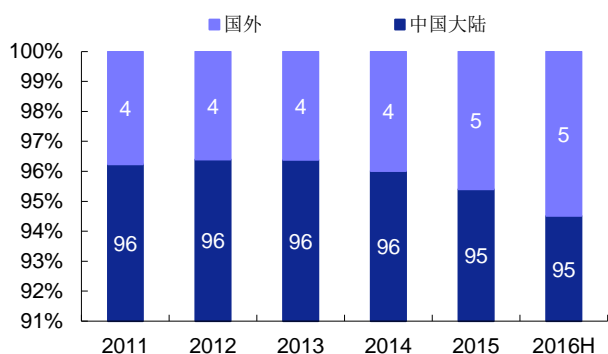
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：中国中铁业务占比情况 (%)



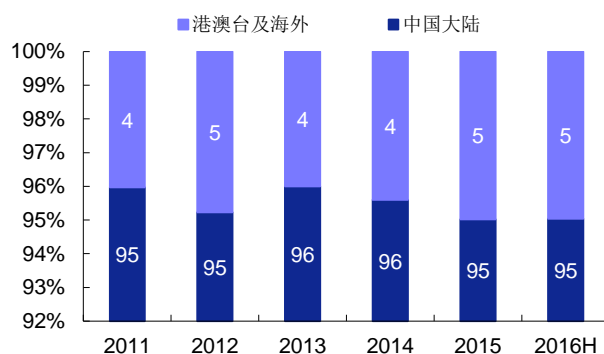
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：铁建分区域业务收入 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：中铁分区域业务收入 (%)

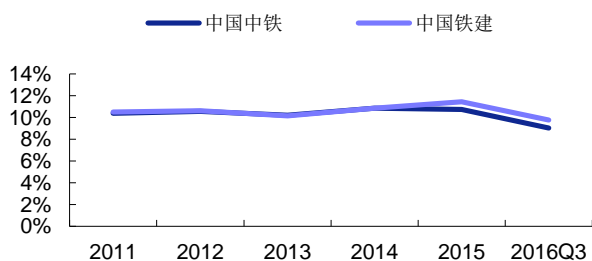


资料来源：Wind，安信证券研究中心

#### 1.4. 两铁盈利能力对比

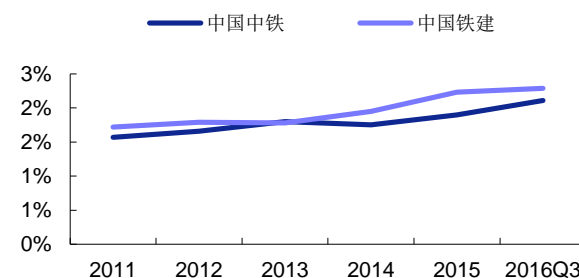
从盈利能力角度来看，两铁的毛利率情况历年走势相对一致，近 5 年来中国铁建毛利率平均为 10.71%，中国中铁为 10.54%，两者差别不大。净利率方面，中国铁建和中国中铁近 5 年平均值相差 0.16 个百分点，铁建和中铁分别为 1.89%和 1.74%。费用率方面，近 5 年均值来看，两铁无明显差距，中国铁建为 5.15%，中国中铁为 5.24%。综上，从盈利能力角度对比情况来看，两铁无明显差距。

图 9：两铁毛利率对比



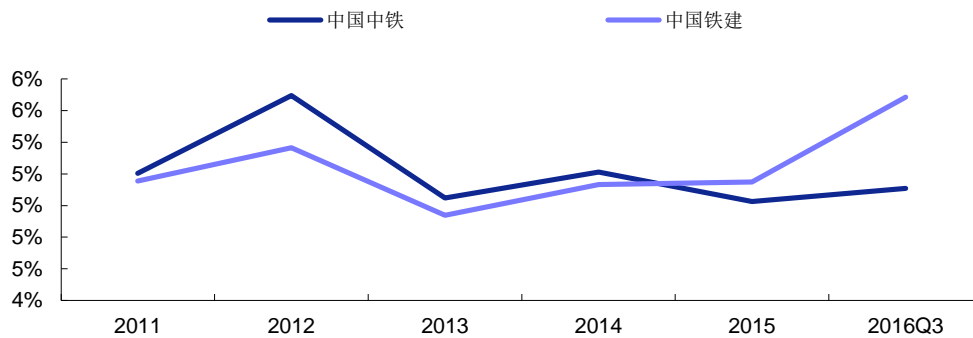
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：两铁净利率对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：两铁费用率对比情况

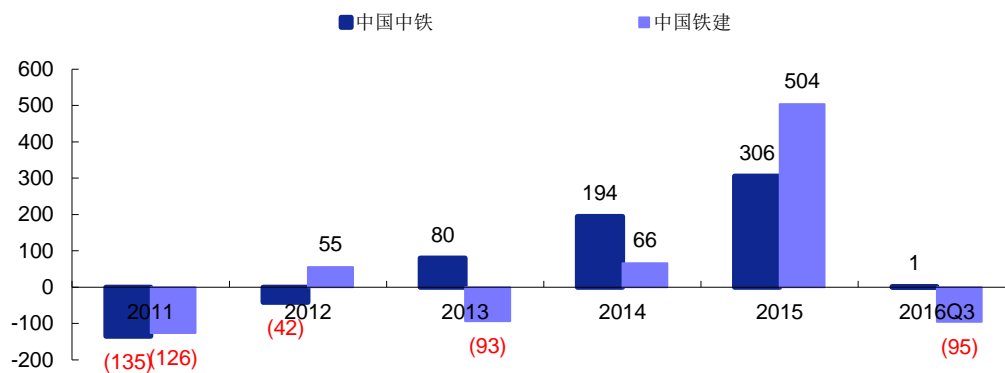


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.5. 两铁现金流情况对比

从两铁现金流情况来看，2011-2015 年现金流情况大致走势保持一致。2016 年前三季度，中国铁建经营现金净流出 95.40 亿元，去年同期为净流入 99.84 亿元，主要是由于子公司铁建财务偿还同业拆借资金增加及吸收存款减少所致。现金流出主要发生在上半年，三季度单季现金净流入 42 亿元，环比已明显改善。

图 12：两铁现金流情况对比（亿元）

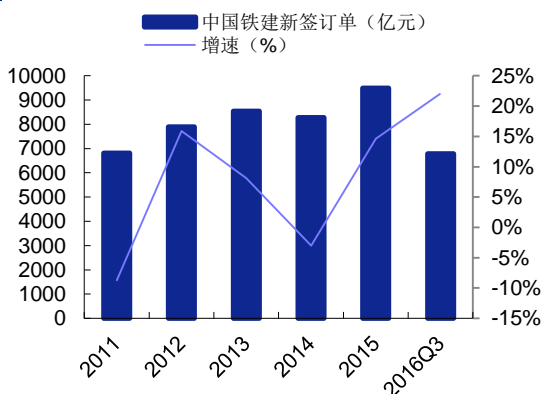


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.6. 两铁订单情况对比

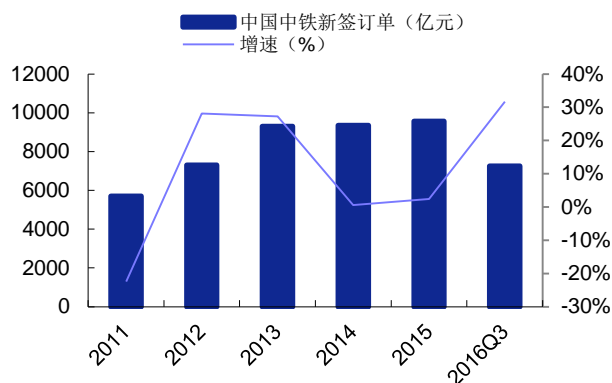
从两铁历年新签订单来看，2011-2015 年新签订单趋势均保持稳步增长且 2014 年以后呈现快速增长势头，在今年前三季度均达到近五年来最高增速。两公司每年新签及在手订单规模接近，截止至今年 9 月 30 日，中国铁建在手订单 18458 亿元，中国中铁为 18904 亿元，均为 2015 年各自收入的 3 倍左右。

图 13: 中国铁建新签订单及同比增速



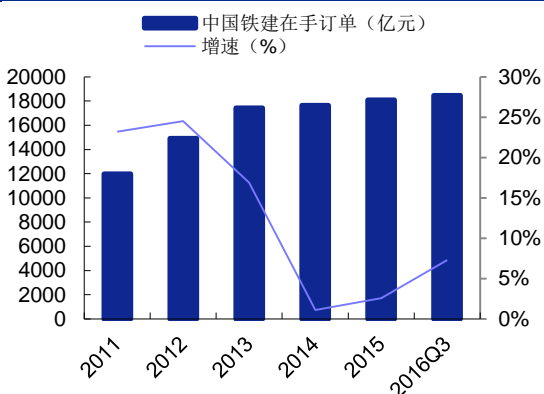
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 中国中铁新签订单及同比增速



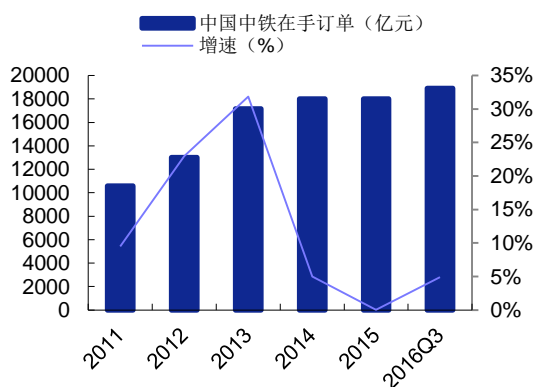
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 15: 中国铁建在手订单及同比增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 中国中铁在手订单及同比增速

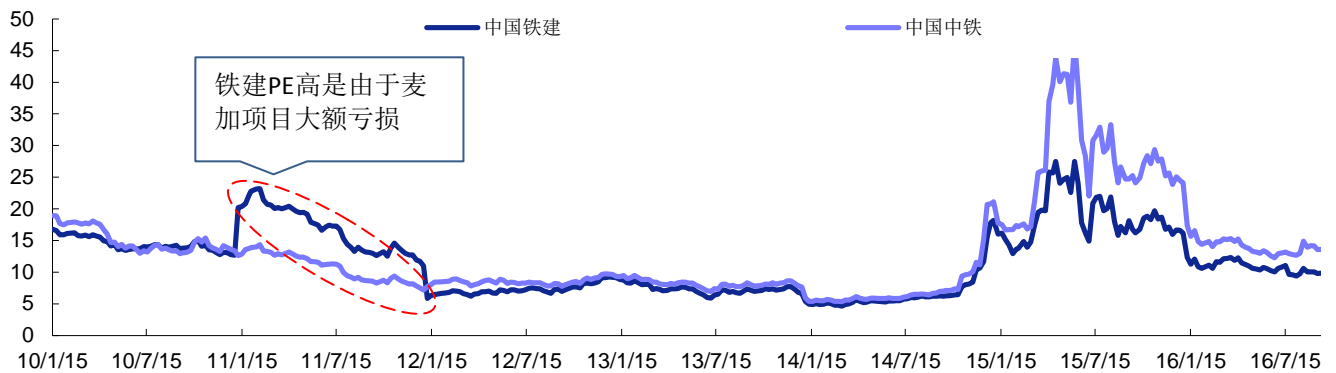


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 2. 两铁历史估值差异不大，当前偏离均值较远

从历史估值水平来看,2010-2014年,中国铁建与中国中铁的市盈率比值平均约为1;而2015年至今两铁市盈率比值平均仅有0.7,偏离历史均值较远。中国铁建2010年底至2011年估值明显高于中国中铁,主要由于中国铁建海外沙特麦加轻轨项目发生较大亏损导致。当前中国中铁2016年PE为15倍,中国铁建仅有11倍,后续有望逐步修复。

图 17：中国中铁、中国铁建历史 PE (TTM)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 18：中国铁建 PE/中国中铁 PE



资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3. 一带一路预期提升，公司海外业务成长潜力巨大

#### 3.1. 一带一路战略六中全会后预期再提升

一带一路提出已满三周年。习近平主席 2013 年 9 月在出访中亚国家期间，首次提出共建“丝绸之路经济带”。同年 10 月，习主席又提出共同建设 21 世纪“海上丝绸之路”，这二者共同构成了“一带一路”重大倡议，至今提出已满三周年。

顶层文件护航，一带一路上升为国家战略，十八届六中全会后预期再提升。2014 年 11 月的发布丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路规划；2015 年 3 月国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，作为顶层设计文件。同时“一带一路”战略被写进十八届三中全会、十三五规划，成为国家战略。近期十八届六中全会发布公告，正式提出“以习近平同志为核心的党中央”，一带一路国家战略预期提升。作为国家长期发展的重大战略之一，必将得到全力推进。

#### 3.2. 一带一路三周年结出累累硕果

##### 3.2.1. 政策沟通成果丰硕



自倡议提出，根据中国人民大学重阳金融学院发布的一带一路三周年成果报告，截至 2016 年 6 月 30 日，中国已经同 56 个国家和地区合作组织发表了对接“一带一路”倡议的联合声明，并且签订了相关谅解备忘录或协议。习近平主席在 2013 年 9 月到 2016 年 8 月期间访问了 37 个国家（亚洲 18 国、欧洲 9 国、非洲 3 国、拉美 4 国、大洋洲 3 国）。在“一带一路”沿线 18 个国家建设有 52 个经贸合作区，其中 13 个已通过考核。

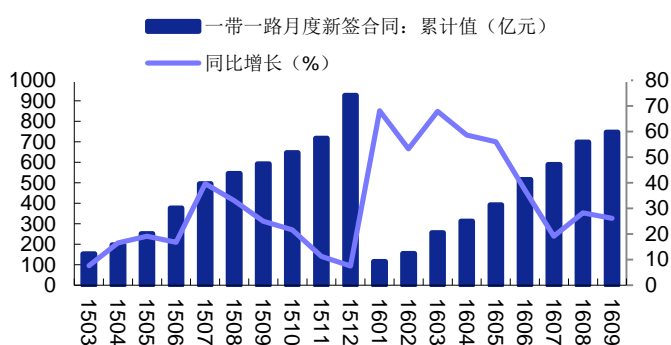
### 3.2.2. 基础设施互通互联，重大项目进展顺利

根据中国人民大学发布的报告，2013 年 10 月到 2016 年 6 月，由中国国有企业承建的具有示范性作用的大型交通基础设施项目达 38 项，涉及“一带一路”沿线 26 个国家。在海外签署和建设的电站、输电和输油输气等重大能源项目多达 40 项，涉及 19 个“一带一路”沿线国家。

初步统计习主席与李克强总理访问海外签署战略合作框架投资在 4000 亿美元以上，高铁和核电等成中国名片。其中包括中老、中泰、莫斯科到喀山高铁、尼日利亚百亿美金沿海铁路等重大铁路工程项目，以及巴基斯坦 6 座核电、阿根廷 60 亿美金核电站、甚至第一座核电站诞生国英国的重大核电项目。

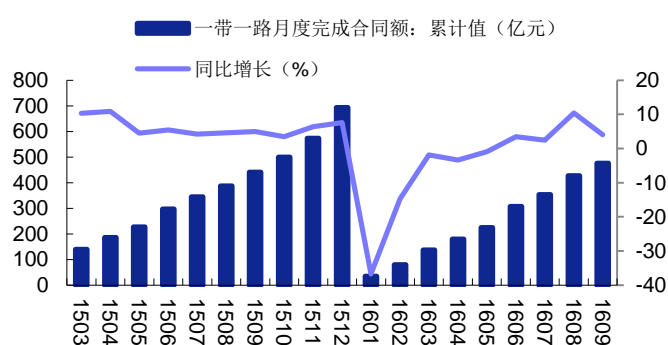
2016 年 1-9 月我国企业在一带一路地区完成营业额 475.6 亿美元，同增 4.0%，占同期我国对外承包工程完成合同额的 45.7%；新签合同额 745.6 亿美元，同增 26.1%，占同期我国对外承包工程新签合同额的 50.4%。

图 19：一带一路新签订单



资料来源：商务部，安信证券研究中心

图 20：一带一路完成合同

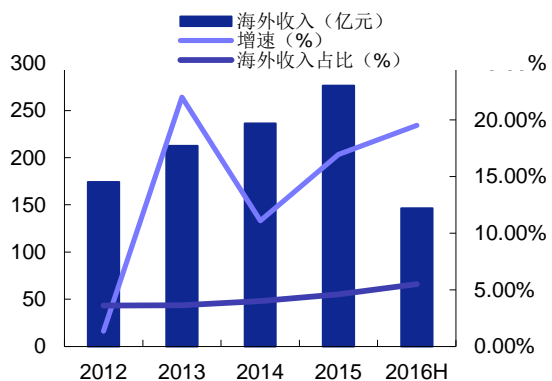


资料来源：商务部，安信证券研究中心

### 3.3. 公司海外业务具备高成长潜力

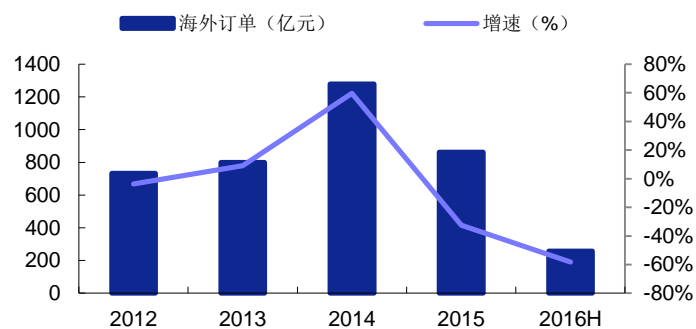
2012-2015 年，中国铁建/中国中铁海外收入三年 CAGR 分别为 17%/11%，增长势头良好。铁建海外 2016 年中期收入 146 亿元，同比增速 19.51%。在手海外订单 3745 亿，占未完成合同总量的 20%，是 2015 年海外收入的 13 倍，海外业务具备高成长潜力。近年来新签 120 亿美元尼日利亚沿海铁路项目框架合同等重量级海外项目，显示出一带一路高铁出海龙头风采。

图 21：中国铁建海外收入



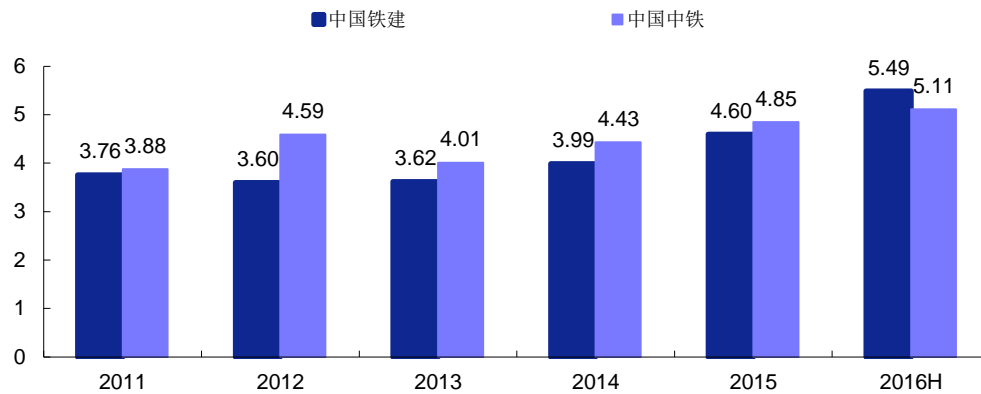
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：中国铁建海外订单



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 23：两铁海外收入占比 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1：公司近两年重大海外项目

时间	项目名称	国家	项目金额	折合人民币 (亿元)	占上年收入比例
2014 年 1 月	苏丹东线铁路项目	苏丹	14.54 亿美元	88.27	1.82%
2014 年 5 月	尼日利亚沿海铁路项目框架合同	尼日利亚	119.7 亿美元	735.16	12.53%
2014 年 8 月	孟加拉达卡高架高速公路项目设计、采购、施工 EPC 合同	孟加拉国	10.62 亿美元	65.44	1.12%
2014 年 8 月	玻利维亚鲁雷纳瓦克至里韦拉尔塔公路项目的合同	玻利维亚	5.79 亿美元	35.7	0.61%
2014 年 9 月	尼日利亚巴耶萨州一揽子公路项目合同	尼日利亚	1874.96 亿尼日利亚奈拉	74.28	1.27%
2014 年 11 月	安全总部发展项目-第五期工程的第 1、3、5 号包合同 (主要工程包括办公楼、宿舍楼及附属建筑场所结构和装修等)	沙特	19.79 亿美元	121.54	2.07%
2015 年 1 月	吉布提机场项目 EPC 合同	吉布提	5.99 亿美元	36.67	0.62%
2015 年 1 月	沙特内政部安全总部发展项目第五期工程第三包剩余 36 个地块的合同	沙特	6.21 亿美元	38.1	0.65%
2015 年 4 月	埃及国家铁路网轨道更新项目合作框架协议	埃及	6 亿美元	37.26	0.63%
2015 年 4 月	尼日利亚奥贡州城际铁路项目合同	尼日利亚	35.06 亿美元	214.64	3.63%
2015 年 4 月	2015 英雄住房工程项目商务合同	津巴布韦	19.29 亿美元	118.09	1.99%
2015 年 12 月	巴基斯坦卡拉奇-拉合尔高速公路 III 标段 (拉合尔—阿卜杜哈基姆) 的设计、采购、施工 (EPC) 总承包项目	巴基斯坦	1486.54 亿巴基斯坦卢比	93.76	1.58%
2015 年 12 月	达喀尔至巴马科铁路修复改造项目 (塞内加尔段) 合同	塞内加尔	12.57 亿美元	81.36	1.37%
2015 年 12 月	达喀尔至巴马科铁路修复改造项目 (马里段) 框架协议	马里	14.69 亿美元	95.05	1.61%
2015 年 12 月	印尼卡扬一级水电站项目 EPC 合同	印尼	17.08 亿美元	110.53	1.87%
2016 年 8 月	卡诺市轻轨 (1, 2, 3, 4 号线) 项目临时投标函	尼日利亚	18.51 亿美元	120.3	2.00%
2016 年 11 月	赞比亚奇帕塔经佩塔乌凯至塞伦杰铁路设计施工合同	赞比亚	22.64 亿美元	150.98	2.51%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

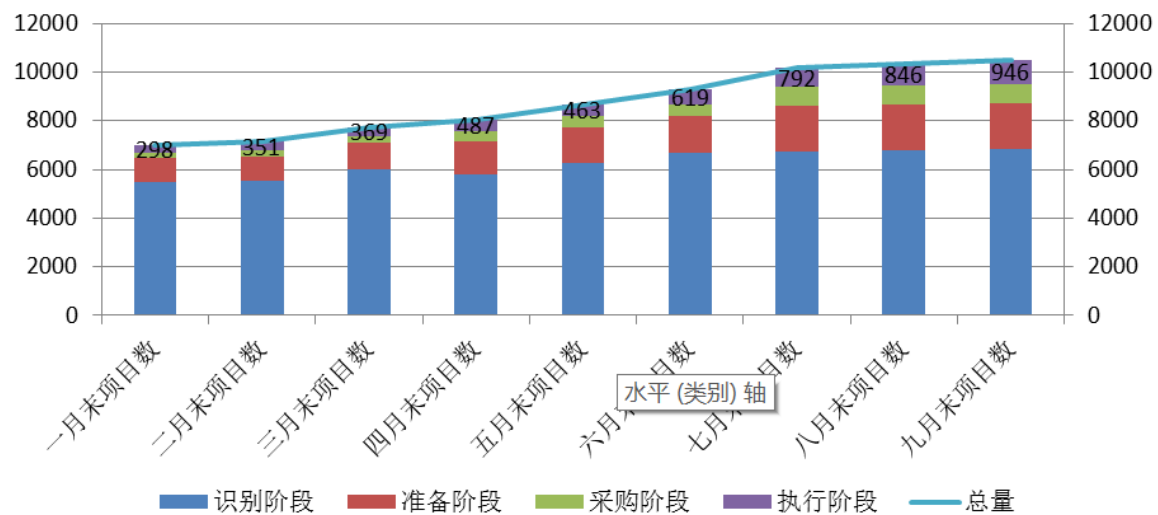
## 4. 基建 PPP 推动业绩订单加速

### 4.1. PPP 项目加速落地

从全国情况来看，地方 PPP 项目需求继续增长，9 月末全部入库项目 10,471 个，总投资额

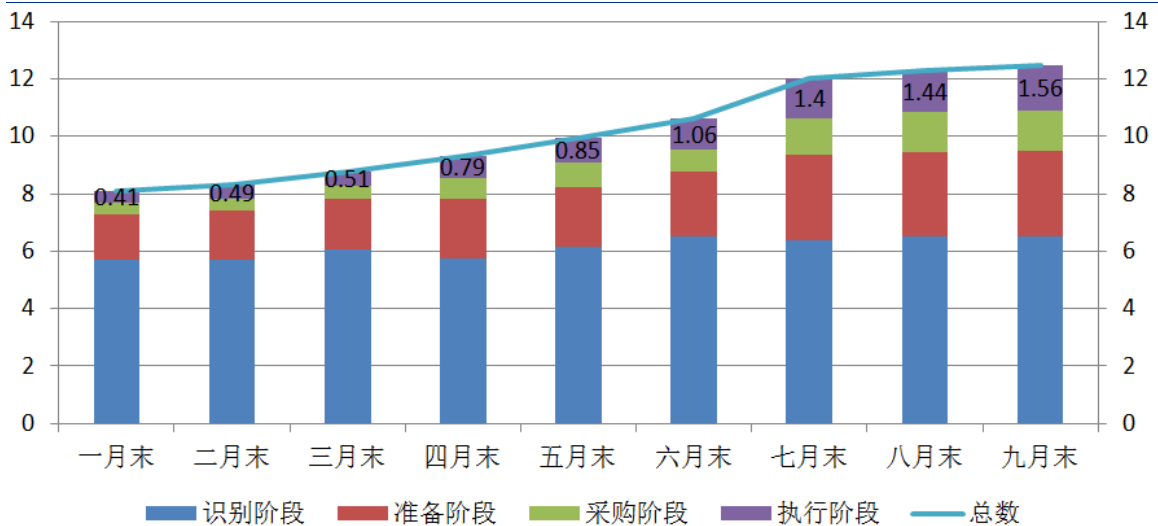
12.46 万亿元，其中已进入执行阶段项目 946 个，总投资额 1.56 万亿元，规模可观，落地率 26%，与 6 月末相比，入库项目正在加速落地，落地率稳步提升。截至 2016 年 9 月末，财政部两批示范项目 232 个，总投资额 7,866.3 亿元，其中执行阶段项目 128 个，总投资额 3,456 亿元，落地率达 58.2%。与 6 月末相比，第一批示范项目落地率没有变化，第二批示范项目落地呈加速趋势。

图 24：入库项目数量（数字标注为落地项目数）



资料来源：财政部，安信证券研究中心

图 25：入库各阶段项目投资额（数字标注为落地项目投资额）



资料来源：财政部，安信证券研究中心

发改委推介三批示范项目共计 3756 个，总投资 6.37 万亿元。第一二批后续部分项目退库，目前项目库中共计 2992 个，总投资 5.1 万亿。8 月 23 日发改委网站公布，第一批最终推介 789 个项目，签约 456 个，总投资额 8151.7 亿元，第二批 970 个，已签约 163 个，总投资 1867.4 亿元。

表 2：发改委推介项目情况

批次	个数	总投资额(万亿)	退库后个数	退库后投资额(万亿)
第一	1043	1.97	789	1.44
第二	1488	2.26	970	1.53

第三	1233	2.14	1233	2.14
合计	3764	6.37	2992	5.11

资料来源：发改委，安信证券研究中心

**表 3：发改委推介项目落地情况**

批次	落地个数	落地金额	签约率
第一	456	8151.7	57.18%
第二	163	1867.4	16.80%
合计	619	10019.1	35.20%

资料来源：发改委，安信证券研究中心

## 4.2. 业绩加速增长，新签订单增速达五年来最高

**业绩加速增长，新签订单增速达五年来最高。**公司公告 1-9 月累计收入 4238.85 亿元，同比增长 2.62%，归母净利润 91.23 亿元，同比增长 12.43%，三季度单季归母净利润 33.01 亿元，同比增长 18.59%，环比二季度单季 (+7%) 明显提速。公告 1-9 月新签合同总额 6,790 亿元，为年度计划的 79.63%，同比增长 22.04%，增速达到五年来最高。分季度来看，Q1、Q2、Q3 单季新签合同分别同比增长 15.5%、20.7%、32.4%，逐季递增，主要受益于基建稳增长及 PPP 项目加快落地。新签轨交/市政工程订单分别大幅增长 84%/334%。

截止至目前公告新签 PPP 订单累计约 1800 亿元，在建筑央企中保持领先地位，凭借央企雄厚实力，后续有望不断斩获 PPP 订单，从而优化整体业务结构，提升盈利能力。基建稳增长背景下 PPP 项目加速落地，今年全年及明年业绩有望保持向好趋势。

**表 4：公司订单加速显著**

公司名称	中期订单 (亿元)	中期增速 (%)	前三季度订单 (亿元)	前三季度增速 (%)	三季单季订单 (亿元)	三季单季增速 (%)	PPP 订单简况
中国铁建	3756.78	18.16	6790.33	22.04	3033.55	27.21	上半年在手约 1400 亿，三季度公告 52 亿大单

资料来源：Wind，安信证券研究中心

**表 5：公司中标 PPP 项目**

时间	项目名称	金额	工期
2015 年 7 月 24 日	芜湖城南过江隧道工程政府与社会资本合作项目 (PPP 项目)	43.5	54 个月
2015 年 9 月 15 日	北京兴延高速公路政府与社会资本合作 (PPP) 项目	130.96	39 个月
2015 年 10 月 23 日	贵州省新建地方铁路瓮安至马场坪线工程	50.4	30 年 (特许经营)
2015 年 12 月 31 日	福州火车北站南广场综合改造项目 PPP 项目	20.88	3+7 年
2016 年 1 月 20 日	徐州城轨道交通 2 号线一期工程 PPP 项目	169.69	5 年
2016 年 5 月 5 日	厦门翔安新机场片区地下综合管廊 PPP 项目	14.77	4+16 年
2016 年 5 月 24 日	宁夏石嘴山至固原城际铁路 PPP 项目	136.15	28 个月
	昆明轨道交通 5 号线 PPP 项目	213.51	48 个月
2016 年 6 月 29 日	中标乌鲁木齐市轨道交通 2 号线一期 PPP 项目	57.7	5+30 年
2016 年 7 月 14 日	太原市晋源东区综合管廊工程 (PPP 项目)	8.9	3 个月+30 年
2016 年 9 月 30 日	南京市江北新区综合管廊二期工程 PPP 项目	43.19	5+20 年
2016 年 10 月 12 日	江西新建长埠工业园区龙头岗新区安置房及基础设施 PPP 项目	34.28	3+10 年
2016 年 11 月 8 日	玉赤河生态公园 PPP 项目	15.76	4+7 年

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 5. 估值与投资建议

我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.04/1.18/1.31 元，当前股价对应 PE 为 11/10/9 倍，当前建筑央企 (除中国建筑外) 平均市盈率为 14，公司是除中国建筑外估值最低的央企，

且与中国中铁之间存在较大估值差异，我们认为后续有望逐步修复。给予目标价 16.52（对应 2017 年 14 倍 PE），买入-A 评级。

表 6：建筑央企估值情况

简称	股价	EPS				PE			
		15	16E	17E	18E	15	16E	17E	18E
中国建筑	8.07	0.87	1.08	1.17	1.36	9	7	7	6
中国交建	15.50	0.97	1.07	1.18	1.29	16	14	13	12
中国铁建	11.48	0.93	1.04	1.18	1.31	12	11	10	9
中国中铁	8.89	0.54	0.60	0.66	0.71	17	15	13	13
中国中冶	4.59	0.25	0.29	0.32	0.36	18	16	14	13
中国电建	7.27	0.38	0.45	0.49	0.53	19	16	15	14
葛洲坝	8.96	0.58	0.71	0.87	1.04	15	13	10	9

资料来源：Wind 一致预期，安信证券研究中心

## 6. 风险提示

风险提示：宏观经济下行风险，海外经营风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	591,968.5	600,538.7	650,827.5	706,581.9	760,950.4	成长性					
减:营业成本	527,729.8	531,756.3	591,483.3	643,410.4	694,206.1	营业收入增长率	0.9%	1.4%	8.4%	8.6%	7.7%
营业税费	17,979.3	18,016.5	6,508.3	4,239.5	3,043.8	营业利润增长率	17.1%	15.5%	10.2%	13.7%	11.6%
销售费用	3,251.6	3,703.7	3,457.3	3,997.4	4,346.7	净利润增长率	9.7%	11.5%	11.9%	13.0%	11.3%
管理费用	22,845.2	22,835.6	24,731.4	27,203.4	29,220.5	EBITDA 增长率	12.9%	9.7%	4.9%	9.8%	6.1%
财务费用	4,289.7	4,385.0	4,093.5	4,633.8	4,363.8	EBIT 增长率	16.5%	12.4%	6.7%	13.6%	8.4%
资产减值损失	1,583.4	3,564.6	2,500.0	2,549.4	2,871.3	NOPLAT 增长率	12.6%	13.6%	2.4%	13.6%	8.4%
加:公允价值变动收益	8.3	-27.5	-67.8	9.1	16.5	投资资本增长率	42.9%	0.6%	0.9%	15.1%	-21.9%
投资和汇兑收益	83.0	359.5	320.0	254.2	311.2	净资产增长率	22.7%	25.2%	6.0%	10.7%	10.1%
营业利润	14,380.6	16,609.0	18,305.8	20,811.3	23,226.0	利润率					
加:营业外净收支	571.9	504.0	610.7	562.2	559.0	毛利率	10.9%	11.5%	9.1%	8.9%	8.8%
利润总额	14,952.4	17,113.0	18,916.6	21,373.5	23,784.9	营业利润率	2.4%	2.8%	2.8%	2.9%	3.1%
减:所得税	3,380.9	3,738.6	4,729.1	5,343.4	5,946.2	净利润率	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%
净利润	11,343.3	12,645.5	14,144.9	15,982.0	17,785.2	EBITDA/营业收入	4.9%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
						EBIT/营业收入	3.2%	3.5%	3.4%	3.6%	3.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	25	25	20	13	7
						流动资产周转天数	24	26	19	25	25
						流动营业资本周转天数	301	328	311	319	321
						应收账款周转天数	82	95	82	86	88
						存货周转天数	130	141	131	137	138
						总资产周转天数	356	394	376	376	369
						投资资本周转天数	58	68	63	63	55
						投资回报率					
						ROE	12.5%	11.3%	11.8%	11.9%	11.9%
						ROA	1.9%	1.9%	2.1%	2.0%	2.4%
						ROIC	18.3%	14.6%	14.8%	16.7%	15.7%
						费用率					
						销售费用率	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
						管理费用率	3.9%	3.8%	3.8%	3.9%	3.8%
						财务费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%
						三费/营业收入	5.1%	5.1%	5.0%	5.1%	5.0%
						偿债能力					
						资产负债率	83.3%	81.5%	79.5%	81.4%	77.8%
						负债权益比	499.7%	440.4%	386.7%	437.1%	351.0%
						流动比率	1.21	1.19	1.20	1.21	1.20
						速动比率	0.68	0.68	0.70	0.68	0.69
						利息保障倍数	4.35	4.79	5.47	5.49	6.32
						分红指标					
						DPS(元)	0.14	0.15	0.17	0.19	0.21
						分红比率	16.3%	16.1%	16.0%	16.1%	16.1%
						股息收益率	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	1.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	11,571.6	13,374.4	14,144.9	15,982.0	17,785.2	EPS(元)	0.84	0.93	1.04	1.18	1.31
加:折旧和摊销	10,606.9	11,116.9	11,296.1	11,565.0	11,686.3	BVPS(元)	6.70	8.22	8.79	9.86	10.98
资产减值准备	1,583.4	3,564.6	-	-	-	PE(X)	13.7	12.3	11.0	9.8	8.8
公允价值变动损失	-8.3	27.5	-67.8	9.1	16.5	PB(X)	1.7	1.4	1.3	1.2	1.0
财务费用	3,738.5	3,732.2	4,093.5	4,633.8	4,363.8	P/FCF	-92.1	11.0	13.2	11.8	11.3
投资损失	-83.0	-359.5	-320.0	-254.2	-311.2	P/S	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
少数股东损益	228.3	729.0	42.6	48.1	53.5	EV/EBITDA	7.2	5.8	4.5	4.2	2.8
营运资金的变动	-24,085.7	23,198.5	3,056.2	-29,190.6	17,628.1	CAGR(%)	11.5%	10.1%	10.8%	11.5%	10.1%
经营活动产生现金流量	6,582.5	50,375.1	32,245.4	2,793.3	51,222.1	PEG	1.2	1.2	1.0	0.8	0.9
投资活动产生现金流量	-16,505.0	-24,336.3	-11,902.5	-96.2	-638.0	ROIC/WACC	1.9	1.5	1.6	1.8	1.7
融资活动产生现金流量	14,622.0	-2,446.7	-12,111.4	8,453.8	-39,710.4	REP	1.0	1.1	0.8	0.7	0.6

资料来源: Wind 资讯, Wind, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

夏天声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034