



| 股票代码   | 600548.CH | 0548.HK   |
|--------|-----------|-----------|
| 评级     | <b>持有</b> | <b>买入</b> |
| 原评级    | 持有        | 持有        |
| 收盘价    | 人民币 8.96  | 港币 7.17   |
| 目标价    | 人民币 9.20  | 港币 8.60   |
| 上/下浮比例 | +3%       | +20%      |
| 目标价格基础 | 市盈率       | 分类加总      |
| 板块评级   | NA        | NA        |

## 深高速

### 上行空间较大，上调H股评级至买入

由于2016年深高速通行费收入情况良好，我们将2016年净利润预测小幅上调3.4%。由于2016和2017农历新年时间的差异，2017年1月运营数据较弱。我们对2017年深高速的收费公路业务保持乐观，将2017年净利润预测上调5.0%，这其中也包含了新收购项目的贡献。我们微调了SOTP模型，维持H股目标价8.60港币不变。由于上行空间较大，将H股评级上调至买入。

#### 股价表现 — A股



| (%)    | 今年至今 | 1个月   | 3个月 | 12个月   |
|--------|------|-------|-----|--------|
| 绝对     | 5.4  | 3.8   | 2.3 | 6.8    |
| 相对上证指数 | 0.7  | (0.4) | 2.9 | (11.6) |

|                                    |        |
|------------------------------------|--------|
| 发行股数(百万)                           | 2,181  |
| 流通股(%)                             | 15     |
| 流通股市值(人民币 百万)                      | 12,842 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万)                   | 27     |
| 净负债比率(%) (2016E)                   | 17     |
| 主要股东(%)                            |        |
| Shenzhen Int'l Holdings (A shares) | 51     |

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2017年2月28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

交通运输：收费公路

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120019

本研究报告是《Shenzhen Expressway -- Upgrade H shares to BUY on attractive upside》的中文译本，英文原稿已于2017年3月1日出版

#### 支撑评级的要点

- 由于农历新年影响2017年1月运营数据偏弱，2016年表现强劲。基于收费公路项目股权比例，2017年1月公司的日平均通行费收入同比下降5.2%，而16年全年同比增长7.1%。1月份出现同比下降主要是因为2016和2017年农历新年时间有差异。春节假期期间收费公路免收通行费，去年的春节假期在2月，而今年从1月27日就开始放假。现有收费公路项目的收入贡献预计在2017年保持温和增长。
- 盈利预测小幅上调。我们上调了2016年营收和净利润预测，以反映2016年通行费收入略高于预期的情况。同时，我们也上调了2017-18年营收和净利润预测，主要是为了反映新收购收费公路的贡献。2016-18年净利润预测分别上调了3.4%、5.0%和6.4%。

#### 评级面临的主要风险

- 收费公路业务受到严格规范，项目特许期和通行费都面临政策风险

#### 估值

- 我们维持H股目标价8.60港币，相对SOTP模型最新估算的净资产价值折让12%。预计梅林关项目的售价为42,000元/平方米，考虑到目前的市场状况，该价格为保守估计。
- 我们维持A股目标价9.2人民币不变，对应15.3倍2017年预测市盈率

#### 投资摘要—A股

| 年结日: 12月31日     | 2014  | 2015   | 2016E  | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 3,620 | 3,421  | 4,276  | 4,607 | 4,962 |
| 变动(%)           | 10    | (6)    | 25     | 8     | 8     |
| 净利润(人民币 百万)     | 2,187 | 1,553  | 1,228  | 1,312 | 1,394 |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 1.003 | 0.712  | 0.563  | 0.601 | 0.639 |
| 变动(%)           | 203.9 | (29.0) | (20.9) | 6.8   | 6.3   |
| 市场预期每股收益(人民币)   |       |        | 0.590  | 0.660 | 0.770 |
| 先前预测每股收益(人民币)   | -     | -      | 0.545  | 0.573 | 0.601 |
| 调整幅度(%)         | -     | -      | 3.4    | 5.0   | 6.4   |
| 核心每股收益(人民币)     | 0.473 | 0.579  | 0.563  | 0.601 | 0.639 |
| 变动(%)           | 44.1  | 22.6   | (2.8)  | 6.8   | 6.3   |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 8.9   | 12.6   | 15.9   | 14.9  | 14.0  |
| 核心市盈率(倍)        | 19.0  | 15.5   | 15.9   | 14.9  | 14.0  |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.86  | 0.88   | 1.33   | 1.62  | 1.64  |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 10.4  | 10.1   | 6.7    | 5.5   | 5.5   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 9.8   | 8.7    | 6.5    | 7.0   | 6.9   |
| 每股股息(人民币)       | 0.450 | 0.340  | 0.261  | 0.279 | 0.296 |
| 股息率(%)          | 5.0   | 3.8    | 2.9    | 3.1   | 3.3   |

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—H股



| (%)                                | 今年    | 1     | 3     | 12    |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                                    | 至今    | 个月    | 个月    | 个月    |
| 绝对                                 | 8.1   | 1.0   | (3.1) | 22.6  |
| 相对上证指数                             | (1.5) | (4.1) | (7.4) | (5.6) |
| 发行股数(百万)                           |       |       |       | 2,181 |
| 流通股(%)                             |       |       |       | 96    |
| 流通股市值(人民币 百万)                      |       |       |       | 5,360 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万)                   |       |       |       | 18    |
| 净负债比率(%) (2016E)                   |       |       |       | 17    |
| 主要股东(%)                            |       |       |       |       |
| Shenzhen Int'l Holdings (A shares) |       |       |       | 51    |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
 以2017年2月28日收市价为标准

### 投资摘要—H股

| 年结日:12月31日      | 2014  | 2015   | 2016E  | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 3,620 | 3,421  | 4,276  | 4,607 | 4,962 |
| 变动(%)           | 10    | (6)    | 25     | 8     | 8     |
| 净利润(人民币 百万)     | 2,187 | 1,553  | 1,228  | 1,312 | 1,394 |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 1.003 | 0.712  | 0.563  | 0.601 | 0.639 |
| 变动(%)           | 203.9 | (29.0) | (20.9) | 6.8   | 6.3   |
| 市场预期每股收益(人民币)   |       |        | 0.507  | 0.525 | 0.552 |
| 先前预测每股收益(人民币)   | -     | -      | 0.545  | 0.573 | 0.601 |
| 调整幅度(%)         | -     | -      | 3.4    | 5.0   | 6.4   |
| 核心每股收益(人民币)     | 0.473 | 0.579  | 0.563  | 0.601 | 0.639 |
| 变动(%)           | 44.1  | 22.6   | (2.8)  | 6.8   | 6.3   |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 6.3   | 8.9    | 11.3   | 10.5  | 9.9   |
| 核心市盈率(倍)        | 13.4  | 11.0   | 11.3   | 10.5  | 9.9   |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.86  | 0.88   | 1.33   | 1.62  | 1.64  |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 7.4   | 7.2    | 4.8    | 3.9   | 3.9   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 7.7   | 6.3    | 4.7    | 5.2   | 5.2   |
| 每股股息(人民币)       | 0.450 | 0.340  | 0.261  | 0.279 | 0.296 |
| 股息率(%)          | 7.1   | 5.4    | 4.1    | 4.4   | 4.7   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**受春节影响2017年1月运营数据偏弱, 2016年表现强劲。**基于持股比例, 深高速日均通行费收入2017年1月同比下降5.2%, 而16年全年同比上升7.1%。2016年数据相对强劲主要得益于车流量增多, 深高速大部分收费公路车流量都获得两位数增长。另一方面, 由于大多数新增车流量是乘用小轿车, 日均通行费收入增长较慢。然而, 大多数收费公路项目2017年1月份车流量和日均通行费收入都有所下降, 这主要由于去年和今年春节日期不同。去年农历新年在2月, 今年1月27日就开始放假, 春节期间收费公路暂停收费。

图表 1. 深高速运营数据

| 收费公路             | 股权比例<br>(%) | 日均混合车流量<br>(千辆次) |       | 日均路费收入<br>(人民币 千元) |            | 日均混合车流量<br>(千辆次) |        | 日均路费收入<br>(人民币 千元) |              |
|------------------|-------------|------------------|-------|--------------------|------------|------------------|--------|--------------------|--------------|
|                  |             | 2016             | 同比(%) | 2016               | 同比(%)      | 2017年1月          | 同比(%)  | 2017年1月            | 同比(%)        |
| 梅观高速             | 100         | 83               | 11.1  | 311                | 10.1       | 74               | (11.9) | 273                | (11.1)       |
| 机荷东              | 100         | 249              | 14.0  | 1,765              | 1.3        | 219              | (10.6) | 1,592              | (17.5)       |
| 机荷西              | 100         | 202              | 15.4  | 1,639              | 10.2       | 169              | (11.1) | 1,362              | (16.4)       |
| 清连高速             | 76          | 37               | 10.2  | 1,838              | 4.8        | 50               | 16.3   | 2,607              | 11.9         |
| 武黄高速             | 100         | 44               | 8.1   | 939                | 3.4        | 56               | 21.7   | 1,132              | 11.7         |
| 水官高速             | 50          | 227              | 18.8  | 1,712              | 11.6       | 186              | (14.7) | 1,455              | (17.0)       |
| 长沙环路             | 51          | 26               | 32.7  | 312                | 40.1       | 28               | 16.7   | 316                | 2.3          |
| 水官延长段            | 40          | 98               | 29.8  | 299                | 18.1       | 84               | (10.6) | 257                | (15.7)       |
| 广梧项目             | 30          | 40               | 15.0  | 1,025              | 14.6       | 45               | 9.8    | 981                | 4.7          |
| 阳茂高速             | 25          | 46               | 13.1  | 1,801              | 6.3        | 53               | 15.2   | 1,949              | (0.2)        |
| 江中项目             | 25          | 120              | 12.3  | 1,133              | 6.3        | 113              | 2.7    | 1,064              | 2.6          |
| 广州西二环            | 25          | 58               | 17.3  | 1,072              | 8.5        | 55               | (3.5)  | 1,016              | (9.0)        |
| 南京三桥             | 25          | 27               | 1.9   | 1,098              | 5.5        | 35               | 25.0   | 1,379              | 26.6         |
| <b>总计(股权经调整)</b> |             |                  |       | <b>8,346</b>       | <b>7.1</b> |                  |        | <b>8,469</b>       | <b>(5.2)</b> |

资料来源: 公司数据

深高速收购武黄高速 45% 以及益常高速 100% 股权，支付总对价 17.23 亿元人民币，内部收益率分别为 8.66% 和 8.58%。2016 年 12 月，深高速以 4.53 亿元人民币收购武黄高速 45% 的股份，对应内部收益率为 8.66%，高于我们计算的深高速加权平均资本成本。收购后，深高速对武黄高速拥有 100% 控制权。2017 年 1 月，深高速以 12.7 亿元人民币对价收购益常高速 100% 股权，对应内部收益率 8.58%，也高于我们计算的深高速加权平均资本成本。益常高速为双向四车道高速公路，始于紫江二桥，途径湖南益阳，终点位于湖南常德德山檀树坪，主干道总长度约为 73.1 公里。它是全国高速网络六纵线之一的 G55 二广高速张家界-长沙段（G5513）连接线的一部分。其 2015 和 2016 年日均通行费收入分别为 930,100 元和 1,069,600 元。

**盈利预测小幅上调。**我们将 2016 年营收和净利润预测上调以反映 2016 年高于预期的通行费收入。同时上调 2017-18 年营收和净利润预测以反映新收购项目的贡献。2016-18 年净利润预测分别上调 3.4%、5.0% 和 6.4%。

图表 2. 盈利预测及变动

|            | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|------------|---------|---------|---------|
| 收入         | 4,276.5 | 4,606.6 | 4,962.4 |
| -通行费收入     | 3,686.6 | 4,116.8 | 4,468.7 |
| 经营利润       | 1,914.0 | 1,977.7 | 2,078.9 |
| 净利润        | 1,228.5 | 1,311.7 | 1,393.7 |
| <b>更新前</b> |         |         |         |
| 营收         | 4,201.7 | 4,327.9 | 4,493.6 |
| -通行费收入     | 3,615.5 | 3,851.7 | 4,022.5 |
| 经营利润       | 1,854.3 | 1,927.9 | 1,995.3 |
| 净利润        | 1,187.5 | 1,248.8 | 1,310.2 |
| <b>变动</b>  |         |         |         |
| 营收         | 1.8     | 6.4     | 10.4    |
| -通行费收入     | 2.0     | 6.9     | 11.1    |
| 经营利润       | 3.2     | 2.6     | 4.2     |
| 净利润        | 3.4     | 5.0     | 6.4     |

资料来源: 中银国际研究预测

## 估值

我们略微调整了深高速 H 股 SOTP 估值模型。在 SOTP 模型的现金流折现计算中，加权平均资本成本取值 8%（前值 7.1%），终值为 0，据此计算项目总价值。我们预测梅林关项目售价为 42,000 元/平方米，就目前市场情况看该预测仍较为保守。维持目标价 8.60 港币不变，相对基于 SOTP 模型计算的净资产价值折让 12%。

维持 A 股目标价 9.20 元人民币不变，对应 15.3 倍 2017 预期市盈率。

**图表 3. SOTP 估值**

| 项目          | 深高速占股 (%) | 估值方法  | 2017 年预测价值 (港币 百万) | 每股价值 (港币) |
|-------------|-----------|-------|--------------------|-----------|
| 梅观高速        | 100       | 现金流折现 | 670                | 0.31      |
| 机荷东         | 100       | 现金流折现 | 4,859              | 2.23      |
| 机荷西         | 100       | 现金流折现 | 4,898              | 2.25      |
| 水官高速        | 50        | 现金流折现 | 2,525              | 1.16      |
| 清连高速        | 76.37     | 现金流折现 | 5,965              | 2.74      |
| 武黄高速        | 100       | 现金流折现 | 1,421              | 0.65      |
| 深圳外环        | 100       | 现金流折现 | 237                | 0.11      |
| JCE         | 多样        | 股利贴现  | 7,916              | 3.63      |
| 梅林收费站城市改造工程 | 49        | 现金流折现 | 3,242              | 1.49      |
| <b>总计</b>   |           |       | <b>31,733</b>      |           |
| <b>净负债</b>  |           |       | <b>10,433</b>      |           |
| 已发行股票 (百万)  |           |       | 2,181              |           |
| 每股价值 (港币)   |           |       | 9.77               |           |

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**图表 4. 加权平均资本成本**

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 无风险利率           | 1.81       |
| 股权风险溢价          | 9.70       |
| 贝塔值             | 0.91       |
| 债务成本            | 5.1        |
| 负债比例            | 60.0       |
| <b>加权平均资本成本</b> | <b>8.0</b> |

资料来源: 中银国际研究预测

**图表 5. 深圳梅林关价值预测**

| (人民币 百万)         | 注释                            |
|------------------|-------------------------------|
| 深高速占股            | 49                            |
| 总建筑面积            | 486,000 平方米                   |
| 销售收入             | 20,412 假设平均售价为 42,000 元/平方米   |
| 土地成本             | (5,100) 包括土地溢价及安置费用           |
| 建设成本             | (2,430) 假设深圳为 5,000 元/平方米     |
| 毛利润              | 12,882                        |
| 一般及管理费用, 利息和其他费用 | (2,035)                       |
| 税收               | (2,712)                       |
| 总净利润             | 8,135                         |
| 归属净利润            | 3,986 预计项目将在 2019-2022 年分四期完成 |

资料来源: 中银国际研究

图表 6. 同业比较

| 代码        | 公司名称   | 市值      | 价格(港币)          | 市盈率(倍) |       |       | 市净率(倍) |       |       | 股息收益率(%) |       |       | 净资产收益率(%) |       |       |
|-----------|--------|---------|-----------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|----------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|           |        | (港币 百万) | 2017 年 2 月 28 日 | 2015   | 2016E | 2017E | 2015   | 2016E | 2017E | 2015     | 2016E | 2017E | 2015      | 2016E | 2017E |
| H 股收费公路公司 |        |         |                 |        |       |       |        |       |       |          |       |       |           |       |       |
| 548 HK    | 深高速    | 20,011  | 7.17            | 8.9    | 11.2  | 10.5  | 1.1    | 1.1   | 1.0   | 5.4      | 4.1   | 4.4   | 12.8      | 9.6   | 9.7   |
| 177 HK    | 江苏宁沪高速 | 51,639  | 10.24           | 18.2   | 15.3  | 14.1  | 2.2    | 2.1   | 2.0   | 4.4      | 4.9   | 5.3   | 13.6      | 14.2  | 14.6  |
| 576 HK    | 浙江沪杭甬  | 38,263  | 8.73            | 11.2   | 12.2  | 11.4  | 2.0    | 1.8   | 1.7   | 4.4      | 4.6   | 5.0   | 17.5      | 15.7  | 15.5  |
| 995 HK    | 安徽皖通   | 22,766  | 6.24            | 9.9    | 9.5   | 9.3   | 1.1    | 1.0   | 1.0   | 4.2      | 4.4   | 4.5   | 11.7      | 11.4  | 11.0  |
| 737 HK    | 合和公路基建 | 12,697  | 4.09            | 21.4   | 18.3  | 18.5  | 1.5    | 1.7   | 2.0   | 4.6      | 8.9   | 5.0   | 7.2       | 8.3   | 9.6   |
| 107 HK    | 四川成渝高速 | 15,515  | 3.28            | 8.9    | 17.1  | 11.1  | 0.7    | 0.7   | 0.7   | 2.8      | 1.4   | 2.1   | 8.3       | 3.9   | 5.6   |
| 1052 HK   | 越秀交通   | 9,119   | 5.40            | 15.0   | 10.2  | 8.9   | 0.9    | 0.9   | 0.8   | 4.8      | 5.7   | 6.7   | 7.7       | 8.8   | 9.5   |
| 平均        |        |         |                 | 13.4   | 13.4  | 12.0  | 1.4    | 1.3   | 1.3   | 4.4      | 4.8   | 4.7   | 11.3      | 10.3  | 10.8  |
| A 股收费公路公司 |        |         |                 |        |       |       |        |       |       |          |       |       |           |       |       |
| 600548 CH | 深高速    | 20,011  | 8.96            | 12.6   | 15.9  | 14.9  | 1.6    | 1.5   | 1.4   | 3.8      | 2.9   | 3.1   | 12.8      | 9.6   | 9.7   |
| 600377 CH | 江苏宁沪高速 | 51,639  | 9.06            | 18.2   | 15.4  | 14.2  | 2.2    | 2.1   | 2.0   | 4.4      | 5.0   | 5.4   | 13.6      | 14.0  | 14.5  |
| 600012 CH | 安徽皖通   | 22,766  | 15.07           | NA     | 25.5  | 26.0  | 3.1    | 2.9   | 2.7   | 1.5      | 1.7   | 1.7   | 11.7      | 11.5  | 10.7  |
| 600350 CH | 山东高速   | 37,436  | 6.90            | 12.0   | 10.6  | 9.9   | 1.4    | 1.3   | 1.2   | 2.6      | 3.4   | 3.3   | 12.6      | 12.5  | 12.0  |
| 601107 CH | 四川成渝   | 15,515  | 5.15            | 15.8   | 18.4  | 14.9  | 1.3    | 1.2   | 1.1   | 1.6      | 0.8   | 1.2   | 8.3       | 6.4   | 7.4   |
| 600020 CH | 中原高速   | 12,233  | 4.82            | 9.5    | NA    | NA    | 1.2    | NA    | NA    | 3.3      | NA    | NA    | 14.4      | NA    | NA    |
| 600033 CH | 福建高速   | 11,375  | 3.67            | 18.3   | NA    | NA    | 1.3    | NA    | NA    | 2.7      | NA    | NA    | 7.0       | NA    | NA    |
| 600035 CH | 楚天高速   | 11,747  | 6.00            | 20.0   | 19.4  | 22.2  | 2.1    | NA    | NA    | 1.5      | NA    | NA    | 10.9      | 9.6   | 10.2  |
| 平均        |        |         |                 | 15.2   | 17.5  | 17.0  | 1.8    | 1.8   | 1.7   | 2.7      | 2.7   | 2.9   | 11.4      | 10.6  | 10.8  |

资料来源: 彭博, 中银国际研究预测

**损益表-A股(人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日  | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入         | 3,620   | 3,421   | 4,276   | 4,607   | 4,962   |
| 销售成本         | (1,705) | (1,679) | (2,129) | (2,375) | (2,614) |
| 经营费用         | 756     | 625     | 967     | 1,005   | 1,037   |
| 息税折旧前利润      | 1,691   | 1,471   | 1,914   | 1,978   | 2,079   |
| 折旧及摊销        | (981)   | (896)   | (1,201) | (1,259) | (1,307) |
| 经营利润(息税前利润)  | 2,672   | 2,367   | 3,115   | 3,237   | 3,386   |
| 净利息收入/(费用)   | (419)   | (371)   | (538)   | (560)   | (563)   |
| 其他收益/(损失)    | 1,695   | 572     | 378     | 381     | 386     |
| 税前利润         | 2,967   | 1,672   | 1,754   | 1,799   | 1,901   |
| 所得税          | (695)   | (177)   | (382)   | (396)   | (419)   |
| 少数股东权益       | (85)    | 58      | (144)   | (91)    | (89)    |
| 净利润          | 2,187   | 1,553   | 1,228   | 1,312   | 1,394   |
| 核心净利润        | 1,030   | 1,263   | 1,228   | 1,312   | 1,394   |
| 每股收益(港币)     | 1.003   | 0.712   | 0.563   | 0.601   | 0.639   |
| 核心每股收益(港币)   | 0.473   | 0.579   | 0.563   | 0.601   | 0.639   |
| 每股股息(港币)     | 0.450   | 0.340   | 0.261   | 0.279   | 0.296   |
| 收入增长(%)      | 10      | (6)     | 25      | 8       | 8       |
| 息税前利润增长(%)   | 9       | (13)    | 30      | 3       | 5       |
| 息税折旧前利润增长(%) | 6       | (11)    | 32      | 4       | 5       |
| 每股收益增长(%)    | 204     | (29)    | (21)    | 7       | 6       |
| 核心每股收益增长(%)  | 44      | 23      | (3)     | 7       | 6       |

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 | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润        | 3,119   | 4,099   | 5,113   | 5,878   | 6,847   |
| 折旧与摊销       | 184     | 313     | 312     | 346     | 392     |
| 净利息费用       | 400     | 593     | 741     | 835     | 951     |
| 运营资本变动      | (4,839) | (2,888) | (7,966) | (6,571) | (6,025) |
| 税金          | (217)   | (531)   | (665)   | (727)   | (848)   |
| 其他经营现金流     | (236)   | (69)    | (63)    | (63)    | (63)    |
| 经营活动产生的现金流  | (1,590) | 1,518   | (2,528) | (302)   | 1,255   |
| 购买固定资产净值    | (1,082) | (1,121) | (931)   | (1,426) | (1,761) |
| 投资减少/增加     | 5       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 其他投资现金流     | (1,598) | (4,239) | 0       | 0       | 0       |
| 投资活动产生的现金流  | (2,676) | (5,360) | (931)   | (1,426) | (1,761) |
| 净增权益        | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       |
| 净增债务        | 6,793   | 5,795   | 985     | 3,532   | 3,156   |
| 支付股息        | (560)   | (874)   | (986)   | (1,166) | (1,350) |
| 其他融资现金流     | 19      | (696)   | (747)   | (842)   | (959)   |
| 融资活动产生的现金流  | 6,256   | 4,230   | (742)   | 1,532   | 856     |
| 现金变动        | 1,989   | 387     | (4,201) | (196)   | 350     |
| 期初现金        | 4,094   | 5,953   | 6,341   | 2,139   | 1,943   |
| 公司自由现金流     | (4,214) | (3,796) | (3,426) | (1,710) | (487)   |
| 权益自由现金流     | 2,127   | 1,359   | (3,215) | 969     | 1,700   |

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    | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物       | 1,634  | 6,422  | 3,663  | 2,545  | 2,474  |
| 应收帐款           | 1,592  | 1,675  | 1,743  | 1,683  | 1,735  |
| 库存             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动资产         | 800    | 327    | 105    | 19     | 19     |
| 流动资产总计         | 4,027  | 8,424  | 5,510  | 4,246  | 4,229  |
| 固定资产           | 1,031  | 1,156  | 1,098  | 1,075  | 1,035  |
| 无形资产           | 16,155 | 19,272 | 18,877 | 19,081 | 17,978 |
| 其他长期资产         | 3,117  | 2,818  | 5,805  | 8,137  | 10,086 |
| 长期资产总计         | 20,303 | 23,246 | 25,781 | 28,292 | 29,098 |
| 总资产            | 24,329 | 31,671 | 31,291 | 32,539 | 33,327 |
| 应付帐款           | 183    | 415    | 349    | 360    | 387    |
| 短期债务           | 1,046  | 1,836  | 1,684  | 1,954  | 2,070  |
| 其他流动负债         | 1,706  | 1,859  | 2,008  | 2,104  | 2,203  |
| 流动负债总计         | 2,935  | 4,111  | 4,041  | 4,418  | 4,660  |
| 长期借款           | 7,189  | 4,892  | 4,487  | 5,207  | 5,516  |
| 其他长期负债         | 1,085  | 7,707  | 7,009  | 6,360  | 5,762  |
| 股本             | 2,181  | 2,181  | 2,181  | 2,181  | 2,181  |
| 储备             | 9,617  | 10,188 | 10,925 | 11,706 | 12,532 |
| 股东权益           | 11,798 | 12,369 | 13,106 | 13,887 | 14,713 |
| 少数股东权益         | 1,323  | 2,592  | 2,649  | 2,666  | 2,676  |
| 总负债及权益         | 24,329 | 31,671 | 31,291 | 32,539 | 33,327 |
| 每股帐面价值(港币)     | 5.41   | 5.67   | 6.01   | 6.37   | 6.75   |
| 每股有形资产(港币)     | (2.00) | (3.17) | (2.65) | (2.38) | (1.50) |
| 每股净负债/(现金)(港币) | 3.2    | 0.25   | 1.26   | 2.23   | 2.45   |

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     | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 73.8  | 69.2  | 72.8  | 70.3  | 68.2  |
| 息税前利润率(%)       | 46.7  | 43    | 44.8  | 42.9  | 41.9  |
| 税前利润率(%)        | 82    | 48.9  | 41    | 39.1  | 38.3  |
| 净利率(%)          | 60.4  | 45.4  | 28.7  | 28.5  | 28.1  |
| <b>流动性</b>      |       |       |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 1.4   | 2     | 1.4   | 1     | 0.9   |
| 利息覆盖率(倍)        | 3.2   | 3     | 2.9   | 3.1   | 3.3   |
| 净权益负债率(%)       | 53.2  | 3.7   | 17.5  | 29.3  | 30.8  |
| 速动比率(倍)         | 1.4   | 2     | 1.4   | 1     | 0.9   |
| <b>估值</b>       |       |       |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 8.9   | 12.6  | 15.9  | 14.9  | 14    |
| 核心业务市盈率(倍)      | 19    | 15.5  | 15.9  | 14.9  | 14    |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 19.5  | 15.9  | 16.3  | 15.3  | 14.4  |
| 盈率(倍)           |       |       |       |       |       |
| 市净率(倍)          | 1.7   | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 1.3   |
| 价格/现金流(倍)       | 10.4  | 10.1  | 6.7   | 5.5   | 5.5   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 9.8   | 8.7   | 6.5   | 7     | 6.9   |
| <b>周转率</b>      |       |       |       |       |       |
| 存货周转天数          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收帐款周转天数        | 137.8 | 174.3 | 145.9 | 135.7 | 125.7 |
| 应付帐款周转天数        | 29.1  | 31.9  | 32.6  | 28.1  | 27.5  |
| <b>回报率</b>      |       |       |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 44.9  | 47.8  | 46.3  | 46.3  | 46.3  |
| 净资产收益率(%)       | 20.1  | 12.8  | 9.6   | 9.7   | 9.7   |
| 资产收益率(%)        | 5.5   | 4.7   | 4.8   | 4.8   | 4.9   |
| 已运用资本收益率(%)     | 8.6   | 7.4   | 9.3   | 9     | 8.8   |

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  | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入         | 3,620   | 3,421   | 4,276   | 4,607   | 4,962   |
| 销售成本         | (1,705) | (1,679) | (2,129) | (2,375) | (2,614) |
| 经营费用         | 756     | 625     | 967     | 1,005   | 1,037   |
| 息税折旧前利润      | 1,691   | 1,471   | 1,914   | 1,978   | 2,079   |
| 折旧及摊销        | (981)   | (896)   | (1,201) | (1,259) | (1,307) |
| 经营利润(息税前利润)  | 2,672   | 2,367   | 3,115   | 3,237   | 3,386   |
| 净利息收入/(费用)   | (419)   | (371)   | (538)   | (560)   | (563)   |
| 其他收益/(损失)    | 1,695   | 572     | 378     | 381     | 386     |
| 税前利润         | 2,967   | 1,672   | 1,754   | 1,799   | 1,901   |
| 所得税          | (695)   | (177)   | (382)   | (396)   | (419)   |
| 少数股东权益       | (85)    | 58      | (144)   | (91)    | (89)    |
| 净利润          | 2,187   | 1,553   | 1,228   | 1,312   | 1,394   |
| 核心净利润        | 1,030   | 1,263   | 1,228   | 1,312   | 1,394   |
| 每股收益(港币)     | 1.003   | 0.712   | 0.563   | 0.601   | 0.639   |
| 核心每股收益(港币)   | 0.473   | 0.579   | 0.563   | 0.601   | 0.639   |
| 每股股息(港币)     | 0.450   | 0.340   | 0.261   | 0.279   | 0.296   |
| 收入增长(%)      | 10      | (6)     | 25      | 8       | 8       |
| 息税前利润增长(%)   | 9       | (13)    | 30      | 3       | 5       |
| 息税折旧前利润增长(%) | 6       | (11)    | 32      | 4       | 5       |
| 每股收益增长(%)    | 204     | (29)    | (21)    | 7       | 6       |
| 核心每股收益增长(%)  | 44      | 23      | (3)     | 7       | 6       |

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 | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润        | 2,967   | 1,672   | 1,754   | 1,799   | 1,901   |
| 折旧与摊销       | 981     | 896     | 1,201   | 1,259   | 1,307   |
| 净利息费用       | 419     | 371     | 538     | 560     | 563     |
| 运营资本变动      | (197)   | (431)   | (139)   | 71      | 11      |
| 税金          | (695)   | (177)   | (382)   | (396)   | (419)   |
| 其他经营现金流     | (1,598) | (402)   | (74)    | 245     | 212     |
| 经营活动产生的现金流  | 1,876   | 1,929   | 2,899   | 3,538   | 3,576   |
| 购买固定资产净值    | (313)   | (128)   | (858)   | (3,949) | (2,318) |
| 投资减少/增加     | 710     | 303     | (2,683) | (61)    | (58)    |
| 其他投资现金流     | 15      | 254     | (400)   | (640)   | (639)   |
| 投资活动产生的现金流  | 412     | 429     | (3,940) | (4,651) | (3,014) |
| 净增权益        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 净增债务        | (1,258) | (2,467) | (558)   | 991     | 425     |
| 支付股息        | (892)   | (1,549) | (1,161) | (996)   | (1,057) |
| 其他融资现金流     | 27      | 6,586   | 0       | 0       | 0       |
| 融资活动产生的现金流  | (2,123) | 2,571   | (1,719) | (5)     | (632)   |
| 现金变动        | 166     | 4,929   | (2,760) | (1,118) | (70)    |
| 期初现金        | 1,090   | 1,255   | 6,181   | 3,421   | 2,303   |
| 公司自由现金流     | 2,289   | 2,358   | (1,041) | (1,113) | 562     |
| 权益自由现金流     | 1,030   | (109)   | (1,599) | (122)   | 987     |

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    | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物       | 1,634  | 6,422  | 3,663  | 2,545  | 2,474  |
| 应收帐款           | 1,592  | 1,675  | 1,743  | 1,683  | 1,735  |
| 库存             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动资产         | 800    | 327    | 105    | 19     | 19     |
| 流动资产总计         | 4,027  | 8,424  | 5,510  | 4,246  | 4,229  |
| 固定资产           | 1,031  | 1,156  | 1,098  | 1,075  | 1,035  |
| 无形资产           | 16,155 | 19,272 | 18,877 | 19,081 | 17,978 |
| 其他长期资产         | 3,117  | 2,818  | 5,805  | 8,137  | 10,086 |
| 长期资产总计         | 20,303 | 23,246 | 25,781 | 28,292 | 29,098 |
| 总资产            | 24,329 | 31,671 | 31,291 | 32,539 | 33,327 |
| 应付帐款           | 183    | 415    | 349    | 360    | 387    |
| 短期债务           | 1,046  | 1,836  | 1,684  | 1,954  | 2,070  |
| 其他流动负债         | 1,706  | 1,859  | 2,008  | 2,104  | 2,203  |
| 流动负债总计         | 2,935  | 4,111  | 4,041  | 4,418  | 4,660  |
| 长期借款           | 7,189  | 4,892  | 4,487  | 5,207  | 5,516  |
| 其他长期负债         | 1,085  | 7,707  | 7,009  | 6,360  | 5,762  |
| 股本             | 2,181  | 2,181  | 2,181  | 2,181  | 2,181  |
| 储备             | 9,617  | 10,188 | 10,925 | 11,706 | 12,532 |
| 股东权益           | 11,798 | 12,369 | 13,106 | 13,887 | 14,713 |
| 少数股东权益         | 1,323  | 2,592  | 2,649  | 2,666  | 2,676  |
| 总负债及权益         | 24,329 | 31,671 | 31,291 | 32,539 | 33,327 |
| 每股帐面价值(港币)     | 5.41   | 5.67   | 6.01   | 6.37   | 6.75   |
| 每股有形资产(港币)     | (2.00) | (3.17) | (2.65) | (2.38) | (1.50) |
| 每股净负债/(现金)(港币) | 3.20   | 0.25   | 1.26   | 2.23   | 2.45   |

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     | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 73.8  | 69.2  | 72.8  | 70.3  | 68.2  |
| 息税前利润率(%)       | 46.7  | 43    | 44.8  | 42.9  | 41.9  |
| 税前利润率(%)        | 82    | 48.9  | 41    | 39.1  | 38.3  |
| 净利率(%)          | 60.4  | 45.4  | 28.7  | 28.5  | 28.1  |
| <b>流动性</b>      |       |       |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 1.4   | 2     | 1.4   | 1     | 0.9   |
| 利息覆盖率(倍)        | 3.2   | 3     | 2.9   | 3.1   | 3.3   |
| 净权益负债率(%)       | 53.2  | 3.7   | 17.5  | 29.3  | 30.8  |
| 速动比率(倍)         | 1.4   | 2     | 1.4   | 1     | 0.9   |
| <b>估值</b>       |       |       |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 6.3   | 8.9   | 11.3  | 10.5  | 9.9   |
| 核心业务市盈率(倍)      | 13.4  | 11    | 11.3  | 10.5  | 9.9   |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 16.1  | 13.1  | 13.5  | 12.7  | 11.9  |
| 盈率(倍)           |       |       |       |       |       |
| 市净率(倍)          | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1     | 0.9   |
| 价格/现金流(倍)       | 7.4   | 7.2   | 4.8   | 3.9   | 3.9   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 7.7   | 6.3   | 4.7   | 5.2   | 5.2   |
| <b>周转率</b>      |       |       |       |       |       |
| 存货周转天数          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收帐款周转天数        | 137.8 | 174.3 | 145.9 | 135.7 | 125.7 |
| 应付帐款周转天数        | 29.1  | 31.9  | 32.6  | 28.1  | 27.5  |
| <b>回报率</b>      |       |       |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 44.9  | 47.8  | 46.3  | 46.3  | 46.3  |
| 净资产收益率(%)       | 20.1  | 12.8  | 9.6   | 9.7   | 9.7   |
| 资产收益率(%)        | 5.5   | 4.7   | 4.8   | 4.8   | 4.9   |
| 已运用资本收益率(%)     | 8.6   | 7.4   | 9.3   | 9     | 8.8   |

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 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 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

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
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) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371