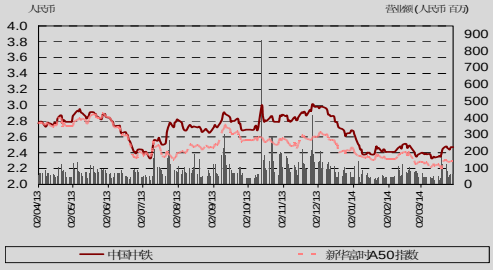
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入：http://www.hibor.com.cn

股票代码	601390.CH	0390.HK
评级	买入	持有
原评级	谨慎买入	持有
收盘价	人民币 2.47	港币 3.53
目标价	人民币 3.05	港币 3.85
原先目标价	人民币 3.30	港币 4.60
上/下浮比例	24%	9%
目标价格基础	6.5 倍 14 年市盈率	6.5 倍 14 年市盈率
板块评级	中立	中立

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(7.8)	3.8	(6.4)	(11.5)
相对新华富时 A50 指数	(1.0)	3.4	(0.7)	5.7

发行股数 (百万)	21,300
流通股 (%)	100
流通股市值 (人民币 百万)	52,611
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	
净负债比率 (%) (2014E)	115
主要股东(%)	
中国铁路工程总公司	56

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2014 年 3 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

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

董馨谣
(8610) 6622 9353
xinyao.dong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300513070001

中国中铁

毛利率略有下滑 估值有吸引力

内地会计准则下中国中铁公告 2013 年全年总收入 5,588 亿人民币，同比增长 15.8%；归属上市公司股东净利润 93.75 亿人民币，同比增长 27%。香港会计准则下，2013 年全年收入 5,403.94 亿元，同比增长 16.1%，归属上市公司股东净利润 93.74 亿人民币，同比增长 26.8%，公告业绩的持续提升与基建建设及地产项目发展提速有关。报告期内，公司的毛利率出现了轻微的下降，这主要是由于一些铁路项目的毛利率偏低以及铁路调概的影响所致。整体看，中国中铁的业绩增速快于中国铁建，毛利率下滑的幅度也较小。我们认为，公司铁路建设仍处于恢复通道，公司的市政、房地产业务收入的占比还会有一定的提升，此外，其他业务板块也会对未来公司毛利率改善起到一定的作用。预计公司 14-16 年每股收益为 0.466、0.502 和 0.553 元，A 股目标价下调至 3.05 元人民币，对应 6.5 倍 2014 年市盈率，评级上调至*买入*，而 H 股相对 A 股估值溢价的原因，*持有*评级保持不变，目标价格下调至 3.85 元。

支撑评级的要点

- 全年综合毛利率为 10.2%，同比降低 0.36 个百分点；营业利润率为 2.21%，同比上升 0.18 个百分点；净利润率为 1.68%，同比小幅升 0.15 个百分点。销售费用率为 0.42%，与去年同期持平；管理费用率为 3.98%，较去年同期下降 0.34 个百分点；财务费用率为 0.66%，较去年同期下降 0.29 个百分点。公司期间费用率整体下降 0.64 个百分点，达到 5.06%。
- 第四季度单季综合毛利率为 11.7%，较去年同期上升 0.04 个百分点；营业利润率为 2.34%，较去年同期小幅上升 0.01 个百分点；净利润率为 1.76%，较去年同期下降 0.14 个百分点；销售费用率为 0.38%，较去年同期小幅下降 0.11 个百分点；管理费用率为 4.77%，较去年同期下降 0.08 个百分点；财务费用率为 0.17%，较去年同期下降 0.53 个百分点。
- 报告期内，公司新签合同额 9,296.5 亿元，同比增长 27.2%。其中，基建板块 7,312.7 亿元（铁路工程 2,169 亿元，同比增长 72.6%；公路工程 1,078 亿元，同比增长 41.4%；市政及其他工程 4,065.7 亿元，同比增长 21.4%），同比增长 36.3%；勘察设计板块 135.3 亿元，同比增长 27.5%；工业板块 185.7 亿元，同比增长 9.6%。截止报告期末，公司未完成合同额 17,152.5 亿元。其中基建板块 13,857.9 亿元，勘察设计板块 209.7 亿元，工业板块 193.7 亿元。

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 0.466、0.502 和 0.553 元，A 股目标价由 3.30 元下调至 3.05 元人民币，对应 6.5 倍 2014 年市盈率，评级上调至*买入*；H 股目标价由 4.60 港币下调至 3.85 港币，对应 6.5 倍 14 年市盈率，维持*持有*评级。

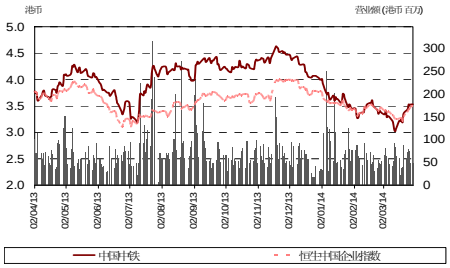
投资摘要 — H 股

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (人民币 百万)	482,688	558,799	593,017	625,859	657,294
变动 (%)	*5*	*16*	*6*	*6*	*5*
净利润 (人民币 百万)	7,398	9,375	9,921	10,683	11,778
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.347	0.440	0.466	0.502	0.553
变动 (%)	*10.5*	*26.7*	*5.8*	*7.7*	*10.3*
市场预期每股收益 (人民币)		0.414	0.453	0.469	
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.453	0.487	
调整幅度 (%)	-	-	*2.87*	*3.08*	
核心每股收益 (人民币)	0.344	0.426	0.476	0.512	0.563
变动 (%)	*6.5*	*23.9*	*11.7*	*7.5*	*10.0*
全面摊薄市盈率(倍)	7.1	5.6	5.3	4.9	4.5
核心市盈率 (倍)	7.2	5.8	5.2	4.8	4.4
每股现金流量 (人民币)	(0.20)	0.38	0.20	0.51	0.26
价格/每股现金流量 (倍)	(12.6)	6.6	12.3	4.9	9.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	7.4	7.3	6.9	6.5	6.4
每股股息 (人民币)	0.052	0.066	0.070	0.075	0.083
股息率 (%)	2.1	2.7	2.8	3.0	3.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

股价表现 — H 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(11.8)	4.8	(13.3)	(10.6)
相对恒生中国企业指数	(4.2)	3.6	(5.6)	(2.4)

发行股数 (百万)	21,300
流通股 (%)	20
流通股市值 (港币百万)	75,191
3 个月日均交易额 (港币 百万)	
净负债比率 (%) (2014E)	115
主要股东(%)	
中国铁路工程总公司	56

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2014 年 3 月 28 日收市价为标准

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)	465,625	540,394	571,075	602,702	632,974
变动 (%)	*5*	*16*	*6*	*6*	*5*
净利润 (人民币 百万)	7,390	9,424	9,920	10,690	11,789
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.347	0.442	0.466	0.502	0.553
变动 (%)	*10.5*	*27.5*	*5.3*	*7.8*	*10.3*
市场预期每股收益 (人民币)		0.413	0.453	0.469	
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.453	0.487	
调整幅度 (%)	-	-	*2.87*	*3.08*	
核心每股收益 (人民币)	0.470	0.607	0.643	0.692	0.758
变动 (%)	*10.0*	*29.2*	*5.9*	*7.7*	*9.5*
全面摊薄市盈率(倍)	8.1	6.4	6.1	5.6	5.1
核心市盈率 (倍)	6.0	4.7	4.4	4.1	3.7
每股现金流量 (人民币)	(0.20)	0.38	(0.27)	0.30	0.29
价格/每股现金流量 (倍)	(14.4)	7.5	(10.5)	9.6	9.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.6	6.0	6.6	6.6	6.5
每股股息 (人民币)	0.052	0.066	0.070	0.075	0.083
股息率 (%)	1.8	2.3	2.5	2.7	2.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

内地会计准则下中国中铁公告 2013 年总收入 5,588 亿人民币，同比增长 15.8%；归属上市公司股东净利润 93.75 亿人民币，同比增长 27%，实现每股收益 0.44 元。报告期内，公司的毛利率出现了轻微的下降，地产板块收入的快速成长为公司整体业绩提供了支持。2014 年铁路基建建设将继续保持较快的发展态势，此外，公司的市政、房地产业务的收入还会提速，而新兴的业务板块金融、矿业等将为公司整体毛利率的改善发挥积极作用，从业绩增速看，中国中铁略好于**中国铁建**(601186.CH/人民币 4.16, 买入; 1186.HK/港币 6.52, 持有)。中国中铁在管理费用压缩方面表现积极，而且经营现金流较往年大幅改善，实现了近 80 亿的正现金流，该指标大幅优于中国铁建。

图表 1 2013 年全年及单季度业绩 (A 股)

(人民币，百万)	FY12	FY13	变动(%)	4Q12	4Q13	变动(%)	9M12	9M13	变动(%)
营业收入	482,688	558,799	15.8	164,078	176,811	7.8	318,611	381,988	19.9
营业成本	(431,754)	(501,843)	16.2	(145,003)	(156,182)	7.7	(286,751)	(345,661)	20.5
营业税金及附加	(15,198)	(18,290)	20.3	(5,491)	(6,536)	19.0	(9,708)	(11,754)	21.1
销售费用	(2,031)	(2,327)	14.6	(802)	(674)	(16.1)	(1,229)	(1,653)	34.6
管理费用	(20,876)	(22,248)	6.6	(7,945)	(8,427)	6.1	(12,931)	(13,821)	6.9
财务费用	(4,611)	(3,710)	(19.5)	(1,145)	(303)	(73.5)	(3,466)	(3,407)	(1.7)
资产减值损失	(589)	(688)	16.9	(515)	(478)	(7.0)	(74)	(210)	182.5
公允价值变动	(160)	(59)	(63.4)	(95)	(23)	(75.8)	(65)	(36)	(45.4)
投资收益	1,024	1,082	5.6	397	364	(8.3)	627	718	14.5
汇兑净收益	0	0	NA	0	0	NA	0	0	NA
营业利润	9,790	12,361	26.3	3,831	4,146	8.2	5,960	8,215	37.8
营业外收入	1,083	1,380	27.3	734	793	8.1	349	586	67.7
营业外支出	(238)	(229)	(3.6)	(132)	(129)	(2.1)	(106)	(100)	(5.5)
利润总额	10,636	13,511	27.0	4,432	4,810	8.5	6,203	8,701	40.3
所得税费用	(2,566)	(3,435)	33.9	(953)	(1,424)	49.4	(1,614)	(2,012)	24.7
净利润	8,069	10,075	24.9	3,480	3,387	(2.7)	4,590	6,689	45.7
少数股东损益	(679)	(701)	3.2	(362)	(269)	(25.8)	(317)	(432)	36.4
归属于上市公司股东净利润	7,390	9,375	26.9	3,117	3,118	0.0	4,273	6,257	46.4

资料来源：公司资料

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 2 H 股业绩摘要

(人民币，百万)	2012	2013	同比(%)
收入	465,625	540,394	16.1
销售成本	(430,064)	(500,054)	16.3
毛利	35,561	40,340	13.4
其他收入	2,938	2,533	(13.8)
其他开支	(6,418)	(8,516)	32.7
其他收益及亏损	(128)	843	(758.6)
销售费用	(2,031)	(2,327)	14.6
管理费用	(15,226)	(14,395)	(5.5)
利息收入	2,718	2,603	(4.2)
利息开支	(6,360)	(6,363)	0.0
应占合营企业利润	98	84	(14.3)
应占联营企业利润	(22)	17	(177.3)
除税前利润	11,130	14,819	33.1
所得税费用	(3,061)	(4,744)	55.0
年内利润	8,069	10,075	24.9
其中本公司所有者应占	7,390	9,374	26.8
非控股权益应占	679	701	3.2

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.公司毛利率及费用率情况

费用率、利润率分析(%)	1Q12	1H12	9M12	FY12	1Q13	1H13	9M13	FY13
销售费用率	0.40	0.34	0.39	0.42	0.49	0.41	0.43	0.42
管理费用率	4.27	4.19	4.06	4.32	4.36	3.81	3.62	3.98
财务费用率	1.28	1.10	1.09	0.96	1.14	0.86	0.89	0.66
期间费用率	5.95	5.63	5.53	5.70	5.98	5.08	4.94	5.06
毛利率	10.27	10.04	10.00	10.55	10.67	9.56	9.51	10.19
营业利润率	1.62	1.73	1.87	2.03	2.14	1.96	2.15	2.21
净利润率	1.17	1.21	1.34	1.53	1.52	1.41	1.64	1.68

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司全年综合毛利率为 10.2%，同比降低 0.36 个百分点；营业利润率为 2.21%，同比上升 0.18 个百分点；净利润率为 1.68%，同比小幅升 0.15 个百分点。销售费用率为 0.42%，与去年同期持平；管理费用率为 3.98%，较去年同期下降 0.34 个百分点；财务费用率为 0.66%，较去年同期下降 0.29 个百分点。公司期间费用率整体下降 0.64 个百分点，达到 5.06%。第四季度单季综合毛利率为 11.7%，较去年同期上升 0.04 个百分点；营业利润率为 2.34%，较去年同期小幅上升 0.01 个百分点；净利润率为 1.76%，较去年同期下降 0.14 个百分点；销售费用率为 0.38%，较去年同期小幅下降 0.11 个百分点；管理费用率为 4.77%，较去年同期下降 0.08 个百分点；财务费用率为 0.17%，较去年同期下降 0.53 个百分点。

公司毛利率的下降主要因素是铁路建设等基建建设业务毛利率出现下滑，其中的原因有如下几点：一个是年末部分铁路项目建设进度加快，为确保工期目标增加了成本；第二是多条铁路项目处于建设初期，毛利率相对偏低；第三，少数项目变更索赔的申请没有得到中国铁路总公司的及时、足额批准。随着铁路总公司的运营管理规范，铁路项目的正常运行，预计 2014 年的基建板块的毛利率会有缓慢的提升。

公司期间费用率出现了趋势性的下降，主要归因于公司费用的控制采取了从严的标准。而中国铁建 2013 年的综合毛利率为 10.15%，同比下降了 0.47 个百分点，下滑比中铁明显，在期间费用率方面，中国铁建略低，主要是管理费用率较低导致。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 4 主营业务新签合同及增速

主营业务新签合同额（亿元）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
基建	3,835	5,420	6,195	4,126	5,367	7,313
其中：铁路	2,303	3,109	4,069	976	1,257	2,169
公路	470	867	764	939	762	1,078
市政及其他	1,062	1,444	1,362	2,211	3,348	4,066
勘察设计与咨询服务	38	86	94	104	106	135
工程设备和零部件制造	85	123	148	164	169	186

增长(%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
基建		41.3	14.3	(33.4)	30.1	36.3
其中：铁路		35.0	30.9	(76.0)	28.8	72.6
公路		84.5	(11.9)	22.9	(18.8)	41.4
市政及其他		36.0	(5.7)	62.3	51.4	21.4
勘察设计与咨询服务		125.7	9.2	10.2	2.5	27.5
工程设备和零部件制造		45.2	19.9	11.3	3.2	9.6

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5 未完工合同及增速

(亿元)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
基建	3,992	6,425	8,687	8,986	10,532	13,858
勘察设计与咨询服务	68	100	122	145	167	210
工程设备和零部件制造	55	68	87	113	156	194

增长(%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
基建	93.8	60.9	35.2	3.4	17.2	31.6
勘察设计与咨询服务	12.2	45.6	22.8	18.3	15.8	25.3
工程设备和零部件制造	26.9	23.0	27.8	29.2	38.8	24.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

报告期内，公司新签合同额 9,296.5 亿元，同比增长 27.2%。其中，基建板块 7,312.7 亿元（铁路工程 2,169 亿元，同比增长 72.6%；公路工程 1,078 亿元，同比增长 41.4%；市政及其他工程 4,065.7 亿元，同比增长 21.4%），同比增长 36.3%；勘察设计板块 135.3 亿元，同比增长 27.5%；工业板块 185.7 亿元，同比增长 9.6%。

在铁路建设方面，全年公司共完成铁路正线铺轨（新线、复线）4,843 公里，完成电气化铁路接触网 6,126 正线公里。公路方面，共完成建设里程 1008 公里，其中包括 682 公里的高速公路。在市政建设方面，公司 2013 年共参与建设城市轻轨、地铁线路土建工程 178 公里，铺轨工程 199 公里，目前市场占有率为 50%。

从新签合同额增速看，中国铁建同比增速为 8.13%，明显慢于中国中铁，细分来看，铁建的铁路和公路建设的新签订单增速为 31.3%和 8.8%，可以看出中国中铁在市场份额和优势方面得到了进一步的加强。

房地产业务方面，中国中铁全年销售额达 332 亿元，同比增长 27.7%；全年实现销售面积 367 万平方米，同比增长 18.8%；实现营业收入 272.9 亿元，同比增长 38.53 %。公司房地产竣工建筑面积 350 万平方米。截至 2013 年底，公司房地产开发项目共计 115 个（住宅类项目 98 个，商业类项目 17 个）；公司处于开发阶段的项目占地面积 2,317 万平方米，总建筑面积 4,150 万平方米；可供开发的土地储备面积 1,491 万平方米，可开发建筑面积 2,362 万平方米。房地产业务的较快增长将为公司整体盈利能力起到重要的带动作用。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

在其他业务方面，公司多元化业务进展顺利，经营规模不断扩展：高速公路运营业务实现运营收入 21.1 亿元，同比增长 11.67%；矿产资源业务由于铜钴矿正式投产，实现收入 18.82 亿元，同比增长 128.81%；物资贸易业务实现收入 528.11 亿元，同比增长 19.36%；金融业务实现收入 16.45 亿元，同比增长 26.25%。2013 年，其他业务板块营业收入共计 673.18 亿元，同比增长 18.6%。

在整体的业务结构方面，2013 年中国中铁的地产业务的收入占比达到了 4.9%，毛利占比达到了 15.3%，基建建设的收入和毛利占比分别下降到了 79.8%和 66.2%，公司其他业务如金融、矿业等对毛利的贡献达到了 9.8%。而中国铁建在地产业务的收入和毛利占比方面要低于中国中铁，2013 年中国铁建的工程承包业务毛利占比依然有 74.7%，收入占比为 80.8%。

在手订单方面，截止报告期末，中国中铁未完成合同额 17,152.5 亿元。其中基建板块 13,857.9 亿元，同比增长 31.6%，勘察设计板块 209.7 亿元，同比增长 25.3%，工业板块 193.7 亿元，同比增长 24%。从增速上看，除了勘察设计板块，中铁的在手订单增速都要好于铁建。

在资产负债率方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 84.59%，较 2012 年的 84%上升了 0.59 个百分点。2013 年，公司银行借款的年利率为 1.95%至 10%，比 12 年有所下降；长期债券的固定年利率为 3.85%至 7.2%(2012 年为 4.34%至 6.65%)。公司的资产负债率虽然在 2013 年下半年以来处于回落态势，但依然处于较高水平。为保障公司业务和投资项目的持续健康稳定开展，公司将采取多种措施筹集资金：一是积极拓展境内外融资渠道，通过金融机构贷款、境内外发行债券等直接或间接方式多渠道筹资。目前，公司在金融机构授信额度充足，短期融资券、私募债券、公司债券、境外债券和永续债券等各类低成本债券品种仍具备约 400 亿元发行空间。二是通过发行产业基金、开展资产证券化等方式筹措项目投资所需资金。总体来看，公司将会采用多种方式开控制资产负债率的进一步提升。

展望未来行业发展，2014 年国家铁路将安排固定资产投资 6,300 亿元，投产新线 6600 公里以上，之后的“十三五”期间铁路投资仍将保持相当规模。铁路发展将深入推进铁路投融资体制改革和建设管理机制创新，此外，国家领导人积极开展“高铁外交”，一些国家计划修建高速铁路、中国政府积极推动周边国家互通互连铁路，公司海外市场还将有一定的开拓。在公路建设方面，2013 年出台了《国家公路网规划（2013-2030 年）》，未来的国家高速公路网将按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，保持原国家高速公路网规划总体框架基本不变，补充连接新增 20 万以上城镇人口城市、地级行政中心、重要港口和重要国际运输通道，适当增加有效提高路网运输效率的联络线。这将为公司增强在细分市场的竞争力带来机会。在城市基础设施建设方面，国家将重点加强建设公共交通、管网、污水和垃圾处理以及生态园林等领域，市政建设的空间还很大。

整体来看，公司在 2014 年业务占比会更加多元化，地产、金融、矿业等业务板块的盈利水平将会稳中有升，传统基建板块还将保持适当的增长，预计公司 14-16 年每股收益为 0.466、0.502 和 0.553 元，A 股目标价下调至 3.05 元人民币，对应 6.5 倍 2014 年市盈率，评级上调至***买入***。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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	483,992	560,444	593,017	625,859	657,294
销售成本	(431,754)	(501,843)	(531,473)	(560,069)	(587,147)
经营费用	(32,049)	(36,264)	(36,110)	(37,623)	(39,026)
息税折旧前利润	14,133	15,736	18,017	19,852	21,901
折旧及摊销	(6,056)	(6,601)	(7,417)	(8,315)	(9,219)
经营利润(息税前利润)	20,189	22,337	25,434	28,167	31,120
净利息收入/(费用)	(4,611)	(3,710)	(4,401)	(5,305)	(5,994)
其他收益/(损失)	1,121	1,485	525	614	699
税前利润	10,643	13,511	14,140	15,162	16,606
所得税	(2,566)	(3,435)	(3,422)	(3,669)	(4,019)
少数股东权益	(679)	(701)	(797)	(810)	(810)
净利润	7,398	9,375	9,921	10,683	11,778
核心净利润	7,324	9,074	10,136	10,901	11,996
每股收益(人民币)	0.347	0.440	0.466	0.502	0.553
核心每股收益(人民币)	0.344	0.426	0.476	0.512	0.563
每股股息(人民币)	0.052	0.066	0.070	0.075	0.083
收入增长(%)	5	16	6	6	5
息税前利润增长(%)	10	11	14	10	10
息税折旧前利润增长(%)	5	11	14	11	10
每股收益增长(%)	10	27	6	8	10
核心每股收益增长(%)	7	24	12	8	10

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	10,643	13,511	14,140	15,162	16,606
折旧与摊销	6,056	6,601	7,417	8,315	9,219
净利息费用	4,611	3,710	4,401	5,305	5,994
运营资本变动	(21,530)	(12,517)	(18,235)	(14,170)	(21,986)
税金	(3,219)	(3,219)	(3,422)	(3,669)	(4,019)
其他经营现金流	(746)	(88)	(37)	(114)	(199)
经营活动产生的现金流	(4,186)	7,997	4,266	10,828	5,615
购买固定资产净值	(9,636)	(9,969)	(12,613)	(12,715)	(12,719)
投资减少/增加	323	126	(8)	(8)	(9)
其他投资现金流	(2,662)	(2,321)	67	128	186
投资活动产生的现金流	(11,976)	(12,163)	(12,555)	(12,596)	(12,541)
净增权益	610	447	0	0	0
净增债务	33,915	25,059	19,612	20,500	20,500
支付股息	(1,022)	(1,108)	(1,406)	(1,488)	(1,602)
其他融资现金流	(9,831)	(12,235)	(3,602)	(4,405)	(5,140)
融资活动产生的现金流	23,672	12,164	14,604	14,606	13,758
现金变动	7,511	7,998	6,315	12,838	6,832
期初现金	60,254	67,968	75,791	82,107	94,946
公司自由现金流	(14,412)	(2,044)	(5,455)	1,323	(3,363)
权益自由现金流	13,143	16,652	6,922	13,427	7,581

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	67,968	75,791	82,107	94,946	101,779
应收帐款	165,054	196,172	229,948	265,691	307,486
库存	198,028	225,573	248,131	267,981	289,420
其他流动资产	3,613	5,353	6,131	6,897	7,774
流动资产总计	434,664	502,889	566,316	635,515	706,459
固定资产	43,373	46,760	51,128	54,775	57,612
无形资产	46,135	45,106	45,349	45,508	45,578
其他长期资产	26,662	33,445	37,359	41,991	47,850
长期资产总计	116,169	125,312	133,836	142,273	151,040
总资产	550,833	628,201	700,152	777,788	857,498
应付帐款	275,267	321,602	361,787	405,717	450,458
短期债务	75,167	82,190	91,301	106,301	121,301
其他流动负债	15,687	16,451	18,607	21,030	23,779
流动负债总计	366,120	420,243	471,696	533,048	595,538
长期借款	87,899	102,399	112,899	118,399	123,899
其他长期负债	8,654	8,759	9,445	10,225	10,959
股本	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300
储备	56,663	65,334	73,849	83,044	93,219
股东权益	77,963	86,633	95,149	104,344	114,519
少数股东权益	10,197	10,167	10,964	11,774	12,584
总负债及权益	550,833	628,201	700,152	777,788	857,498
每股帐面价值(人民币)	3.66	4.07	4.47	4.90	5.38
每股有形资产(人民币)	1.49	1.95	2.34	2.76	3.24
每股净负债/(现金)(人民币)	4.46	5.11	5.73	6.09	6.73

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 (%)	4.2	4.0	4.3	4.5	4.7
息税前利润率(%)	2.9	2.8	3.0	3.2	3.3
税前利润率(%)	2.2	2.4	2.4	2.4	2.5
净利率(%)	1.5	1.7	1.7	1.7	1.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	2.0	2.7	2.6	2.5	2.4
净权益负债率(%)	107.9	112.4	115.1	111.7	112.8
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率 (倍)	7.1	5.6	5.3	4.9	4.5
核心业务市盈率 (倍)	7.2	5.8	5.2	4.8	4.4
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	8.9	7.2	6.4	6.0	5.4
市净率 (倍)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
价格/现金流 (倍)	(12.6)	6.6	12.3	4.9	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.4	7.3	6.9	6.5	6.4
周转率					
存货周转天数	147.8	154.0	162.7	168.2	173.3
应收帐款周转天数	117.5	117.6	131.1	144.5	159.1
应付帐款周转天数	192.1	194.4	210.3	223.8	237.7
回报率					
股息支付率(%)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率 (%)	9.9	11.4	10.9	10.7	10.8
资产收益率 (%)	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0
已运用资本收益率(%)	7.2	6.7	6.9	6.9	7.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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	465,625	540,394	571,075	602,702	632,974
销售成本	(430,064)	(500,054)	(529,347)	(557,828)	(584,799)
经营费用	(11,072)	(11,186)	(10,511)	(10,365)	(10,241)
息税折旧前利润	18,304	23,618	23,800	26,194	28,715
折旧及摊销	(6,185)	(5,536)	(7,417)	(8,315)	(9,219)
经营利润(息税前利润)	24,489	29,154	31,217	34,509	37,934
净利息收入/(费用)	(3,642)	(3,710)	(4,801)	(5,805)	(6,494)
其他收益/(损失)	(3,532)	(5,039)	(4,860)	(5,217)	(5,600)
税前利润	11,130	14,869	14,138	15,172	16,621
所得税	(3,061)	(4,744)	(3,421)	(3,672)	(4,022)
少数股东权益	(679)	(701)	(797)	(810)	(810)
净利润	7,390	9,424	9,920	10,690	11,789
核心净利润	10,006	12,924	13,688	14,738	16,136
每股收益(人民币)	0.347	0.442	0.466	0.502	0.553
核心每股收益(人民币)	0.470	0.607	0.643	0.692	0.758
每股股息(人民币)	0.052	0.066	0.070	0.075	0.083
收入增长(%)	5	16	6	6	5
息税前利润增长(%)	14	29	1	10	10
息税折旧前利润增长(%)	9	19	7	11	10
每股收益增长(%)	10	28	5	8	10
核心每股收益增长(%)	10	29	6	8	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	11,130	14,869	14,138	15,172	16,621
折旧与摊销	6,185	5,536	7,417	8,315	9,219
净利息费用	3,642	3,710	4,801	5,805	6,494
运营资本变动	(4,806)	(12,602)	(34,552)	(25,626)	(28,818)
税金	(3,705)	(4,744)	(3,421)	(3,672)	(4,022)
其他经营现金流	(16,634)	1,228	5,891	6,300	6,738
经营活动产生的现金流	(4,188)	7,997	(5,726)	6,294	6,232
购买固定资产净值	(9,368)	(9,969)	(12,613)	(12,715)	(12,719)
投资减少/增加	676	599	(8)	(8)	(8)
其他投资现金流	(3,282)	(2,794)	(5,758)	(6,176)	(6,631)
投资活动产生的现金流	(11,974)	(12,163)	(18,380)	(18,899)	(19,359)
净增权益	709	0	0	0	0
净增债务	33,916	16,370	29,000	9,000	9,000
支付股息	(1,253)	(1,108)	(1,406)	(1,488)	(1,602)
其他融资现金流	(9,699)	(3,098)	(4,373)	(5,316)	(6,034)
融资活动产生的现金流	23,673	12,164	23,221	2,196	1,363
现金变动	7,511	7,998	(885)	(10,410)	(11,764)
期初现金	60,254	69,840	75,790	74,907	64,499
公司自由现金流	(16,162)	(4,167)	(24,106)	(12,606)	(13,127)
权益自由现金流	8,068	12,202	(2,341)	(12,001)	(13,683)

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	69,840	75,790	74,907	64,499	52,736
应收帐款	238,145	282,076	341,312	395,922	455,310
库存	41,906	46,581	51,239	55,851	59,760
其他流动资产	84,964	98,643	100,616	102,628	104,681
流动资产总计	434,855	503,090	568,074	618,899	672,487
固定资产	43,381	46,697	51,053	54,689	57,515
无形资产	34,281	34,261	34,503	34,662	34,733
其他长期资产	38,144	43,982	47,030	50,608	55,094
长期资产总计	115,806	124,940	132,586	139,959	147,341
总资产	550,661	628,030	700,660	758,859	819,829
应付帐款	288,263	334,206	367,627	405,788	445,689
短期债务	74,432	82,914	101,414	104,914	108,414
其他流动负债	3,424	3,122	3,564	4,073	4,657
流动负债总计	366,119	420,242	472,605	514,775	558,760
长期借款	87,899	104,084	114,584	120,084	125,584
其他长期负债	8,653	7,074	7,530	8,047	8,534
股本	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300
储备	56,493	65,163	73,677	82,879	93,066
股东权益	77,793	86,463	94,977	104,179	114,366
少数股东权益	10,197	10,167	10,964	11,774	12,584
总负债及权益	550,661	628,030	700,660	758,859	819,828
每股帐面价值(人民币)	3.65	4.06	4.46	4.89	5.37
每股有形资产(人民币)	2.04	2.45	2.84	3.26	3.74
每股净负债/(现金)(人民币)	4.44	5.23	6.63	7.54	8.52

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 (%)	5.3	5.4	5.5	5.7	6.0
息税前利润率(%)	3.9	4.4	4.2	4.3	4.5
税前利润率(%)	2.4	2.8	2.5	2.5	2.6
净利率(%)	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	2.9	4.0	3.3	3.1	3.0
净权益负债率(%)	107.5	115.2	133.3	138.5	142.9
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
估值					
市盈率 (倍)	8.1	6.4	6.1	5.6	5.1
核心业务市盈率 (倍)	6.0	4.7	4.4	4.1	3.7
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	6.7	5.2	4.9	4.6	4.2
市净率 (倍)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
价格/现金流 (倍)	(14.4)	7.5	(10.5)	9.6	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	6.0	6.6	6.6	6.5
周转率					
存货周转天数	33.2	32.3	33.7	35.0	36.1
应收帐款周转天数	171.8	175.7	199.2	223.2	245.4
应付帐款周转天数	209.7	210.2	224.3	234.2	245.5
回报率					
股息支付率(%)	15.0	14.9	15.0	15.0	15.0
净资产收益率 (%)	9.9	11.5	10.9	10.7	10.8
资产收益率 (%)	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8
已运用资本收益率(%)	9.1	9.7	8.7	8.7	9.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 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