



股票代码	601390.CH	0390.HK
评级	谨慎 买入	持有
收盘价	人民币 2.66	港币 3.98
目标价	人民币 3.10	港币 4.25
原先目标价	人民币 3.20	港币 4.25
上/下浮比例	17%	7%
目标价格基础	7.8倍13年市盈率	8.5倍13年市盈率
板块评级	中立	中立

中国中铁

中期业绩略超预期，毛利率仍是隐忧

内地会计准则下中国中铁公告 2013 年上半年收入 2,476.52 亿人民币，同比增长 24.9%；归属上市公司股东净利润 34.88 亿人民币，同比增长 45.9%。香港会计准则下，中国中铁公告 2013 年上半年收入 2,389.56 亿元，同比增长 25.2%，归属上市公司股东净利润 34.88 亿人民币，同比增长 45.9%。由于投资收益超预期原因（主要来自贷款及应收款项投资收益以及长期股权投资），公告业绩好于我们此前预期。铁路订单高速增长系基数影响为主。毛利率呈现向下隐忧。展望未来，在国家基建投资保持平稳增长的预期下，公司总体收入和利润有望保持小幅增长。铁路总公司的磨合对公司业绩的不确定性影响正在变小，但是目前积累的地方政府融资平台风险也给未来市政和路桥业务的发展造成一些不确定性。总体而言，铁路投资未来有小幅超预期的可能，公司缺乏较好的长期成长性，因为 A 股估值仍较便宜，维持谨慎买入评级。H 股存相对 A 股估值溢价原因，持有评级保持不变。

支撑评级的要点

- 上半年综合毛利率为 9.88%，同比降低 0.49 个百分点；营业利润率为 1.96%，同比上升 0.23 个百分点；净利润率为 1.41%，同比小幅升 0.2 个百分点。销售费用率为 0.41%，较去年同期小幅升 0.07 个百分点；管理费用率为 3.8%，较去年同期下降 0.37 个百分点；财务费用率为 0.85%，较去年同期下降 0.24 个百分点。公司期间费用率整体下降 0.55 个百分点，达到 5.06%。
- 第二季度单季综合毛利率为 8.84%，较去年同期下降 1.05 个百分点；营业利润率为 1.85%，较去年同期小幅上升 0.05 个百分点；净利润率为 1.34%，较去年同期上升 0.1 个百分点；销售费用率为 0.36%，较去年同期小幅上升 0.05 个百分点；管理费用率为 3.46%，较去年同期下降 0.67 个百分点；财务费用率为 0.67%，较去年同期下降 0.31 个百分点。
- 主营业务分部毛利率观察，基建建设下滑了 0.46 个百分点；勘察设计与咨询增长了 2.41 个百分点；工程设备和零部件制造下滑了 4.03 个百分点；房地产开发下滑了 3.64 个百分点。受到铁路总公司成立，概算调整滞后影响，铁路施工毛利率大幅下滑了 2.04 个百分点。公司基建新签仍然较快，增速达到 44%。

评级面临的主要风险

- 宏观调控影响、地方政府审计后续影响、国际政治及汇兑风险。

估值

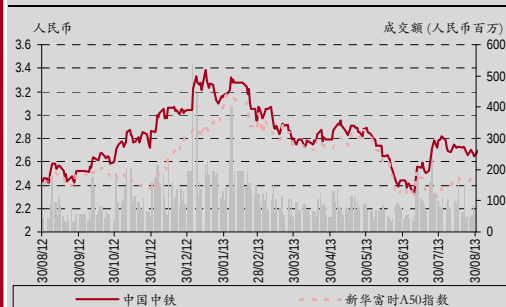
- 我们将公司 2013-15 年每股收益预测调整至 0.398、0.424 和 0.455 元，A 股目标价由 3.20 元下调至 3.10 元人民币，H 股目标价维持不变。我们维持 A 及股现有的评级不变。

投资摘要 — A 股

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	460,720	483,992	529,472	571,155	614,021
变动(%)	(3)	5	9	8	8
净利润(人民币 百万)	6,690	7,355	8,480	9,028	9,682
全面摊薄每股收益(人民币)	0.314	0.345	0.398	0.424	0.455
变动(%)	(9.6)	9.9	15.3	6.5	7.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.379	0.421	0.475
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.371	0.404	0.454
调整幅度(%)	-	-	7.3	5.0	0.2
核心每股收益(人民币)	0.323	0.342	0.404	0.431	0.462
变动(%)	(10.4)	6.0	18.2	6.6	7.2
全面摊薄市盈率(倍)	8.5	7.7	6.7	6.3	5.9
核心市盈率(倍)	8.2	7.8	6.6	6.2	5.8
每股现金流量(人民币)	(0.63)	(0.20)	0.72	0.79	0.88
价格/每股现金流量(倍)	(4.2)	(13.5)	3.7	3.4	3.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	7.6	6.6	6.2	5.7
每股股息(人民币)	0.048	0.052	0.060	0.064	0.068
股息率(%)	1.8	2.0	2.2	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 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(11)	(4)	(5)	10
相对新华富时 A50 指数	4	(7)	9	9

发行股数(百万)	21,300
流通股(%)	78
流通股市值(人民币 百万)	56,658
3 个月日均交易额(人民币 百万)	100
净负债比率(%) (2013E)	101
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 2013 年 8 月 30 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

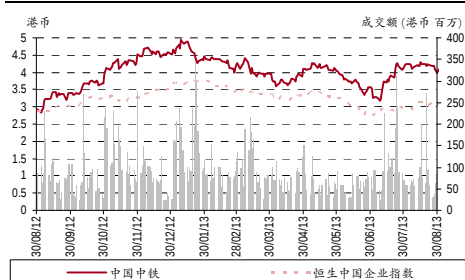
董馨谣

(8610) 6622 9353

xinyao.dong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513070001

股价表现 — H 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(9)	(3)	2	41
相对恒生中国企业指数	4	(5)	8	34

发行股数 (百万)	21,300
流通股 (%)	20
流通市值 (港币百万)	84,774
3 个月日均交易额 (港币百万)	92
净负债比率 (%) (2013E)	101
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 2013 年 8 月 30 日收市价为标准

投资摘要 — H 股

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入 (人民币 百万)	442,216	465,625	512,794	552,992	594,373
变动 (%)	(3)	5	10	8	7
净利润 (人民币 百万)	6,690	7,354	8,480	9,024	9,688
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.314	0.345	0.398	0.424	0.455
变动 (%)	(9.6)	9.9	15.3	6.4	7.4
市场预期每股收益 (人民币)			0.387	0.424	0.468
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.371	0.405	0.456
调整幅度 (%)	-	-	7.3	4.7	0.2
核心每股收益 (人民币)	0.427	0.468	0.397	0.422	0.454
变动 (%)	18.5	9.6	(15.3)	6.5	7.4
全面摊薄市盈率 (倍)	10.0	9.1	7.9	7.4	6.9
核心市盈率 (倍)	7.4	6.7	7.9	7.4	6.9
每股现金流量 (人民币)	(0.63)	(0.20)	0.65	0.76	0.84
价格/每股现金流量 (倍)	(5.0)	(16.0)	4.8	4.1	3.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.3	7.0	7.3	6.8	6.3
每股股息 (人民币)	0.048	0.052	0.060	0.064	0.068
股息率 (%)	1.5	1.7	1.9	2.0	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2013 年中报业绩摘要 (A 股)

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变动 (%)
营业收入	198,314	247,652	24.9
营业成本	(177,763)	(223,195)	25.6
营业税金及附加	(5,965)	(7,463)	25.1
销售费用	(680)	(1,010)	48.6
管理费用	(8,274)	(9,407)	13.7
财务费用	(2,170)	(2,111)	(2.7)
资产减值损失	(74)	(165)	123.7
公允价值变动	(39)	(32)	(18.8)
投资收益	76	580	666.8
汇兑净收益	0	0	nm
营业利润	3,425	4,848	41.6
营业外收入	203	345	69.6
营业外支出	(69)	(56)	(19.1)
利润总额	3,560	5,138	44.3
所得税费用	(1,020)	(1,456)	42.8
净利润	2,540	3,682	44.9
少数股东损益	(150)	(194)	29.4
归属于上市公司股东净利润	2,390	3,488	45.9

资料来源: 公司资料

图表 2. 2013 年中报业绩摘要 (H 股)

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变动(%)
收入	190,915	238,956	25.2
成本	(176,812)	(222,280)	25.7
毛利	14,103	16,676	18.2
其他收入	774	824	6.5
其他支出	(1,408)	(2,120)	50.6
其他收益及亏损 (净额)	(161)	115	(171.4)
营销开支	(680)	(1,010)	48.5
管理开支	(7,188)	(7,604)	5.8
利息收入	1,083	1,487	37.3
利息支出	(2,845)	(3,076)	8.1
应占共同控制实体的利润	20	24	20.0
应占联营公司的利润	(42)	(39)	(7.1)
税前利润	3,655	5,277	44.4
所得税开支	(1,115)	(1,595)	43.0
年内利润	2,540	3,682	45.0
其中: 公司所有者应占	2,390	3,488	45.9
非控股权益应占	150	194	29.3

资料来源: 公司资料

图表 3. 公司新签订单及增速摘要

(人民币, 亿元)	09 年 上半年	10 年 上半年	11 年 上半年	12 年 上半年	13 年 上半年
基建	2,341	3,146	1,771	2,007	2,890
勘察设计与咨询服务	30	53	55	54	60
工程设备和零部件制造	65	80	103	94	77

增长(%)	09 年 上半年	10 年 上半年	11 年 上半年	12 年 上半年	13 年 上半年
基建	51	34	(44)	13	44
勘察设计与咨询服务	62	75	3	(1)	11
工程设备和零部件制造	32	23	29	(8)	(19)

资料来源: 公司资料

图表 4. 公司未完成订单及增速摘要

(人民币, 亿元)	09 年 上半年	10 年 上半年	11 年 上半年	12 年 上半年	13 年 上半年
基建	5,013	7,880	8,575	9,373	11,483
勘察设计与咨询服务	75	118	140	161	183
工程设备和零部件制造	65	88	115	154	160

增长(%)	09 年 上半年	10 年 上半年	11 年 上半年	12 年 上半年	13 年 上半年
基建		22.6	(1.3)	4.3	9.0
勘察设计与咨询服务		18.0	14.4	11.0	9.3
工程设备和零部件制造		29.0	31.7	37.3	2.7

资料来源: 公司资料

图表 5. 公司分部毛利率摘要

毛利率(%)	09 年 上半年	10 年 上半年	11 年 上半年	12 年 上半年	13 年 上半年
基建建设	8.31	8.30	7.75	8.67	8.21
其中：铁路	8.43	8.15	7.55	8.19	6.15
公路	8.69	8.39	6.26	7.21	8.53
市政及其他	7.86	8.55	9.15	9.96	10.00
勘察设计与咨询服务	27.19	29.19	32.38	28.70	31.11
工程设备和零部件制造	13.53	15.38	18.12	24.07	20.04
房地产开发	30.52	21.41	30.16	34.71	31.07
其他	10.27	6.93	7.86	7.49	7.03
合计	9.21	9.17	8.89	9.82	9.42

资料来源：公司资料

损益表 - A 股 (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	460,720	483,992	529,472	571,155	614,021
销售成本	(412,039)	(431,761)	(472,138)	(508,982)	(546,794)
经营费用	(29,527)	(31,971)	(33,780)	(36,676)	(39,563)
息税折旧前利润	12,794	14,081	16,617	17,679	18,966
折旧及摊销	(6,359)	(6,179)	(6,936)	(7,817)	(8,699)
经营利润(息税前利润)	19,154	20,260	23,553	25,497	27,665
净利息收入/(费用)	(3,037)	(4,611)	(4,654)	(4,650)	(5,060)
其他收益/(损失)	(157)	1,121	330	(85)	(81)
税前利润	9,600	10,591	12,294	12,944	13,825
所得税	(2,361)	(2,557)	(3,073)	(3,171)	(3,387)
少数股东权益	(550)	(679)	(740)	(745)	(756)
净利润	6,690	7,355	8,480	9,028	9,682
核心净利润	6,869	7,282	8,607	9,173	9,831
每股收益(人民币)	0.314	0.345	0.398	0.424	0.455
核心每股收益(人民币)	0.323	0.342	0.404	0.431	0.462
每股股息(人民币)	0.048	0.052	0.060	0.064	0.068
收入增长(%)	(3)	5	9	8	8
息税前利润增长(%)	14	10	18	6	7
息税折旧前利润增长(%)	17	6	16	8	9
每股收益增长(%)	(10)	10	15	6	7
核心每股收益增长(%)	(10)	6	18	7	7

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	9,600	10,591	12,294	12,944	13,825
折旧与摊销	6,359	6,179	6,936	7,817	8,699
净利息费用	3,037	4,611	4,654	4,650	5,060
运营资本变动	(29,965)	(21,600)	(5,761)	(6,174)	(6,140)
税金	(2,361)	(2,557)	(3,073)	(3,171)	(3,387)
其他经营现金流	(152)	(1,409)	261	673	681
经营活动产生的现金流	(13,480)	(4,186)	15,310	16,740	18,737
购买固定资产净值	(10,418)	(9,636)	(11,722)	(11,832)	(11,832)
投资减少/增加	19	323	0	0	0
其他投资现金流	(1,313)	(2,662)	(402)	(883)	(966)
投资活动产生的现金流	(11,712)	(11,976)	(12,124)	(12,715)	(12,798)
净增权益	195	611	0	0	0
净增债务	24,718	30,624	14,000	4,300	24,300
支付股息	(1,173)	(1,022)	(1,108)	(1,272)	(1,354)
其他融资现金流	6,857	(6,539)	(4,561)	(4,614)	(4,905)
融资活动产生的现金流	30,598	23,673	8,331	(1,586)	18,041
现金变动	5,406	7,512	11,518	2,439	23,979
期初现金	54,927	60,254	67,763	79,281	81,720
公司自由现金流	(23,675)	(13,677)	6,082	7,396	9,410
权益自由现金流	(3,102)	10,587	12,533	3,676	25,179

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	60,314	67,968	79,486	81,925	105,904
应收帐款	118,417	131,751	144,132	155,478	167,147
库存	151,699	198,028	216,547	233,446	250,788
其他流动资产	29,472	36,916	39,589	42,027	44,530
流动资产总计	359,902	434,664	479,754	512,876	568,370
固定资产	37,618	41,498	45,920	49,566	52,335
无形资产	46,383	46,135	45,853	45,566	45,266
其他长期资产	24,829	28,432	29,840	31,274	32,811
长期资产总计	108,830	116,064	121,613	126,407	130,412
总资产	468,732	550,728	601,367	639,283	698,782
应付帐款	208,978	244,771	267,691	288,629	310,129
短期债务	56,888	74,627	76,927	77,927	78,927
其他流动负债	39,706	46,722	51,755	55,410	59,488
流动负债总计	305,571	366,120	396,373	421,966	448,544
长期借款	73,606	87,899	99,599	102,899	126,199
其他长期负债	8,205	8,146	8,719	9,242	9,779
股本	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300
储备	50,720	57,064	64,437	72,193	80,520
股东权益	72,020	78,364	85,737	93,493	101,820
少数股东权益	9,330	10,199	10,939	11,684	12,440
总负债及权益	468,732	550,728	601,367	639,283	698,782
每股帐面价值(人民币)	3.38	3.68	4.03	4.39	4.78
每股有形资产(人民币)	1.20	1.51	1.87	2.25	2.66
每股净负债/(现金)(人民币)	3.30	4.45	4.57	4.65	4.67

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.2	4.2	4.4	4.5	4.5
息税前利润率(%)	2.8	2.9	3.1	3.1	3.1
税前利润率(%)	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3
净利率(%)	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	2.9	2.0	2.2	2.2	2.2
净权益负债率(%)	86.3	107.0	100.6	94.2	87.0
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	8.5	7.7	6.7	6.3	5.9
核心业务市盈率(倍)	8.2	7.8	6.6	6.2	5.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	9.6	9.1	7.7	7.2	6.7
市盈率(倍)					
市净率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
价格/现金流(倍)	(4.2)	(13.5)	3.7	3.4	3.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	7.6	6.6	6.2	5.7
周转率					
存货周转天数	119.9	147.8	160.2	161.3	161.6
应收帐款周转天数	86.8	94.3	95.1	95.7	95.9
应付帐款周转天数	158.0	171.1	176.6	177.8	178.0
回报率					
股息支付率(%)	15.3	15.1	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	9.6	9.8	10.3	10.1	9.9
资产收益率(%)	2.2	2.1	2.2	2.2	2.1
已运用资本收益率(%)	7.8	7.2	7.4	7.5	7.4

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	442,216	465,625	512,794	552,992	594,373
销售成本	(409,963)	(430,064)	(472,138)	(508,982)	(546,794)
经营费用	(9,779)	(11,123)	(17,216)	(18,643)	(20,039)
息税折旧前利润	16,115	18,259	16,503	17,549	18,841
折旧及摊销	(6,359)	(6,179)	(6,936)	(7,817)	(8,699)
经营利润(息税前利润)	22,474	24,438	23,439	25,366	27,540
净利息收入(费用)	(2,686)	(3,642)	(4,754)	(4,750)	(5,160)
其他收益/(损失)	(3,431)	(3,532)	545	140	152
税前利润	9,998	11,085	12,294	12,939	13,833
所得税	(2,758)	(3,052)	(3,073)	(3,170)	(3,389)
少数股东权益	(550)	(679)	(740)	(745)	(756)
净利润	6,690	7,354	8,480	9,024	9,688
核心净利润	9,094	9,969	8,446	8,999	9,662
每股收益(人民币)	0.314	0.345	0.398	0.424	0.455
核心每股收益(人民币)	0.427	0.468	0.397	0.422	0.454
每股股息(人民币)	0.048	0.052	0.060	0.064	0.068
收入增长(%)	(3)	5	10	8	7
息税前利润增长(%)	33	13	(10)	6	7
息税折旧前利润增长(%)	30	9	(4)	8	9
每股收益增长(%)	(10)	10	15	6	7
核心每股收益增长(%)	18	10	(15)	7	7

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	9,998	11,085	12,294	12,939	13,833
折旧与摊销	6,359	6,179	6,936	7,817	8,699
净利息费用	2,686	3,642	4,754	4,750	5,160
运营资本变动	30,033	38,767	(7,236)	(6,690)	(6,909)
税金	(2,758)	(3,052)	(3,073)	(3,170)	(3,389)
其他经营现金流	(59,799)	(60,807)	146	548	548
经营活动产生的现金流	(13,480)	(4,186)	13,821	16,195	17,942
购买固定资产净值	(10,418)	(9,636)	(11,822)	(11,932)	(11,932)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(1,294)	(2,339)	50	(387)	(426)
投资活动产生的现金流	(11,712)	(11,976)	(11,772)	(12,319)	(12,358)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	24,718	30,624	14,000	4,300	24,300
支付股息	(1,173)	(1,022)	(1,108)	(1,272)	(1,354)
其他融资现金流	7,052	(5,929)	(4,754)	(4,750)	(5,160)
融资活动产生的现金流	30,598	23,672	8,139	(1,722)	17,786
现金变动	5,406	7,511	10,188	2,154	23,370
期初现金	54,927	56,674	67,763	77,951	80,105
公司自由现金流	(23,675)	(13,677)	4,944	7,246	9,056
权益自由现金流	(3,102)	10,587	11,395	3,526	24,825

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	60,314	64,388	78,156	80,310	103,680
应收帐款	201,307	240,591	263,199	283,919	305,228
库存	94,952	119,506	130,682	140,880	151,346
其他流动资产	3,526	10,370	10,388	10,404	10,421
流动资产总计	360,099	434,855	482,425	515,513	570,675
固定资产	37,668	41,513	42,091	45,737	48,505
无形资产	34,219	34,046	34,129	33,943	33,742
其他长期资产	36,574	40,142	41,218	42,287	43,422
长期资产总计	108,461	115,701	117,438	121,967	125,669
总资产	468,560	550,556	599,863	637,480	696,344
应付帐款	245,873	287,562	314,461	339,012	364,210
短期债务	56,490	73,762	76,062	77,062	78,062
其他流动负债	3,209	4,795	4,979	5,148	5,320
流动负债总计	305,572	366,119	395,502	421,221	447,592
长期借款	73,606	87,899	99,599	102,899	126,199
其他长期负债	8,203	8,145	8,256	8,357	8,460
股本	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300
储备	50,549	56,894	64,267	72,019	80,352
股东权益	71,849	78,194	85,567	93,319	101,652
少数股东权益	9,330	10,199	10,939	11,684	12,440
总负债及权益	468,560	550,556	599,863	637,480	696,344
每股帐面价值(人民币)	3.37	3.67	4.02	4.38	4.77
每股有形资产(人民币)	1.77	2.07	2.41	2.79	3.19
每股净负债/(现金)(人民币)	3.28	4.58	4.59	4.69	4.73

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.1	5.2	4.6	4.6	4.6
息税前利润率(%)	3.6	3.9	3.2	3.2	3.2
税前利润率(%)	2.3	2.4	2.4	2.3	2.3
净利率(%)	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	3.9	2.9	2.2	2.2	2.2
净权益负债率(%)	86.0	110.3	101.2	95.1	88.3
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	10.0	9.1	7.9	7.4	6.9
核心业务市盈率(倍)	7.4	6.7	7.9	7.4	6.9
目标价对应核心业务市	7.9	7.2	8.5	7.9	7.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
价格/现金流(倍)	(5.0)	(16.0)	4.8	4.1	3.7
企业价值/息税折旧前利	6.3	7.0	7.3	6.8	6.3
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	74.5	91.0	96.7	97.4	97.5
应收帐款周转天数	152.7	173.2	179.3	180.6	180.9
应付帐款周转天数	192.9	209.1	214.3	215.7	215.9
回报率					
股息支付率(%)	15.3	15.1	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	9.6	9.8	10.4	10.1	9.9
资产收益率(%)	2.7	2.6	2.2	2.1	2.1
已运用资本收益率(%)	9.5	9.1	7.4	7.5	7.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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