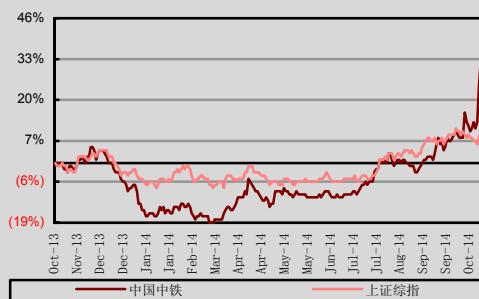




股票代码	601390.CH	0390.HK
评级	买入	买入
原评级	买入	持有
收盘价	人民币 4.20	港币 4.84
目标价	人民币 5.10	港币 5.80
原目标价	人民币 3.41	港币 4.25
上/下浮比例	21% ↑	20% ↑
目标价格基础	9.5 倍 15 年市盈	8.6 倍 15 年市盈
板块评级	中立	中立

股价表现—A股



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	57.3	34.2	46.9	46.3
相对上证指数	44.0	33.0	37.2	35.7
发行股数(百万)				21,300
流通股(%)				80
流通股市值(人民币 百万)				71,789
3个月日均交易额(人民币 百万)				389
净负债比率(%) (2014E)				114
主要股东(%)				
中铁工				56

资料来源：公司数据，聚源及中银国际研究
以2014年10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

建筑装饰：基础建设

李攀, CFA
(8621)20328319
pan.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120035

董馨谣
(8610)66229353
xinyao.dong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300513070001

中国中铁

业绩略超预期，受益于基建投资加速和沪港通

中国中铁公告 2014 年前三季度总收入 4,316.68 亿人民币，同比增长 12.4%；归属上市公司股东净利润 70.74 亿人民币，同比增长 12.7%，对应每股收益 0.33 元。公司业绩的增长主要来自于铁路和市政两个板块收入规模和毛利率的提升。8 月份以来铁路基建投资开始发力，年底前完成 8,000 亿铁路固定资产投资的可能性较大。公司资产负债率较高，利率下行环境下有助于降低财务成本。公司对于工程项目的精细化管理也将在中期内体现一定的积极效果，公司的盈利能力将会得到进一步的提升。我们认为目前公司估值仍较为便宜，还将受益于基建投资加速和即将开展的沪港通业务，我们继续维持 A 股买入评级，目标价格上调至 5.10 元，将 H 股评级上调至买入，目标价上调至 5.80 港币。

支撑评级的要点

- 1-9 月公司毛利率同比上升 0.73 个百分点至 10.2%。营业利润率为 2.4%，同比提升 0.21 个百分点。净利润率为 1.6%，同比基本持平。
- 1-9 月公司期间费用率上升 0.29 个百分点至 5.2%。其中销售费用率为 0.4%，同比下降 0.02 个百分点；由于研发费用以及职工薪酬增加导致管理费用同比增长 20%，管理费用率上升 0.25 个百分点至 3.9%；由于有息负债增加以及融资成本较高导致财务费用同比增加 20%，财务费用率上升 0.06 个百分点至 1.0%。
- 1-9 月份公司新签合同额 6,055.6 亿元，同比增长 13.7%。其中，基建板块 4,679.1 亿元（铁路工程 1,578.3 亿元，同比增长 16.3%；公路工程 702.1 亿元，同比减少 1.3%；市政及其他工程 2,398.6 亿元，同比增长 13.6%），同比增长 11.9%；勘察设计板块 100.3 亿元，同比增长 8.3%；工业板块 149.7 亿元，同比增长 22%。
- 截至报告期末，公司未完成合同额 18,476.6 亿元。其中基建板块 14,831.0 亿元，勘察设计板块 239.9 亿元，工业板块 217.5 亿元。

评级面临的主要风险

- 基建投资低于预期的风险、投资类项目的回款风险以及海外政治风险。

估值

- 我们对公司 2014-2016 年 A 股每股收益预测调整为 0.490、0.536 和 0.582 元。A 股目标价由 3.41 元上调至 5.10 元人民币，对应 9.5 倍 2015 年市盈率；对公司 2014-2016 年 H 股每股收益预测调整为 0.489、0.535 和 0.583 元，H 股目标价由 4.25 港币上调至 5.80 港币，对应 8.6 倍 2015 年市盈率。维持 A 股买入评级，上调 H 股评级至买入。

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)	483,992	560,444	601,936	644,500	686,234
变动(%)	5	16	7	7	6
净利润(人民币 百万)	7,398	9,375	10,441	11,425	12,397
全面摊薄每股收益(人民币)	0.347	0.440	0.490	0.536	0.582
变动(%)	10.5	26.7	11.4	9.4	8.5
先前预测每股收益(人民币)			0.466	0.502	0.553
调整幅度(%)			5.2	7.0	5.3
全面摊薄市盈率(倍)	12.1	9.5	8.6	7.8	7.2
价格/每股现金流量(倍)	(21.4)	11.2	18.7	5.7	8.0
每股现金流量(人民币)	(0.20)	0.38	0.22	0.74	0.52
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.1	8.9	8.1	7.4	7.0
每股股息(人民币)	0.052	0.066	0.074	0.080	0.087
股息率(%)	1.2	1.6	1.8	1.9	2.1

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				2012	2013	2014E	2015E	2016E
	至今	1月	3月	12月					
绝对	6.5	1.7	3.4	(0.5)					
相对香港恒生指数	6.2	7.1	5.0	(0.8)					

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)	465,625	540,394	579,664	620,653	660,844
变动(%)	5	16	7	7	6
净利润(人民币 百万)	7,390	9,424	10,422	11,387	12,409
全面摊薄每股收益(人民币)	0.347	0.442	0.489	0.535	0.583
变动(%)	10.5	27.5	10.6	9.3	9.0
先前预测每股收益(人民币)			0.466	0.502	0.553
调整幅度(%)			5.1	6.5	5.3
全面摊薄市盈率(倍)	9.8	7.6	6.9	6.3	5.8
价格/每股现金流量(倍)	(17.2)	9.0	(13.8)	5.7	5.2
每股现金流量(人民币)	(0.20)	0.38	(0.25)	0.60	0.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.8	6.3	6.7	6.4	6.2
每股股息(人民币)	0.052	0.066	0.073	0.080	0.087
股息率(%)	1.5	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

发行股数(百万)	21,300
流通股(%)	20
流通股市值(港币 百万)	17,966
3个月日均交易额(港币 百万)	84
净负债比率(%)(2014E)	132
主要股东(%)	
中鐵工	56

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2014年10月30日收市价为标准

图表1.业绩摘要

(人民币, 百万)	9M13	9M14	变动(%)	3Q13	3Q14	变动(%)	1H13	1H14	变动(%)
营业收入	382,225	429,533	12.4	135,435	153,308	13.2	246,790	276,224	11.9
营业成本	(345,897)	(385,585)	11.5	(122,702)	(137,143)	11.8	(223,195)	(248,441)	11.3
营业税金及附加	(11,754)	(13,424)	14.2	(4,291)	(4,860)	13.3	(7,463)	(8,564)	14.8
销售费用	(1,653)	(1,757)	6.3	(643)	(608)	(5.4)	(1,010)	(1,149)	13.7
管理费用	(13,798)	(16,597)	20.3	(4,391)	(6,412)	46.0	(9,407)	(10,186)	8.3
财务费用	(3,407)	(4,101)	20.4	(1,296)	(1,418)	9.4	(2,111)	(2,683)	27.1
资产减值损失	(210)	(473)	125.2	(45)	(164)	263.0	(165)	(309)	87.4
公允价值变动	(36)	(82)	130.0	(4)	6	(259.3)	(32)	(88)	173.6
投资收益	719	523	(27.2)	139	489	251.9	580	34	(94.1)
汇兑净收益	0	0	nm	0	0	nm	0	0	nm
营业利润	8,240	10,142	23.1	3,392	4,221	24.5	4,848	5,921	22.1
营业外收入	586	472	(19.4)	241	194	(19.7)	345	278	(19.2)
营业外支出	(100)	(209)	109.2	(45)	(88)	96.7	(56)	(122)	119.2
利润总额	8,726	10,405	19.2	3,588	4,327	20.6	5,138	6,078	18.3
所得税费用	(2,017)	(2,844)	41.0	(561)	(1,065)	89.7	(1,456)	(1,779)	22.2
净利润	6,709	7,561	12.7	3,027	3,263	7.8	3,682	4,299	16.7
少数股东损益	(432)	(487)	12.8	(238)	(250)	4.9	(194)	(238)	22.5
归属于母公司所有者的净利润	6,277	7,074	12.7	2,789	3,013	8.0	3,488	4,061	16.4

资料来源: 公司数据



中国中铁公告2014年前三季度总收入4,316.68亿人民币，同比增长12.4%；归属上市公司股东净利润70.74亿人民币，同比增长12.7%，对应每股收益0.33元。公司业绩的增长主要来自于铁路和市政两个板块收入规模和毛利率的提升，其中铁路板块收入增加180亿元，毛利率上升0.44个百分点；市政板块收入增加207亿元，毛利率上升0.97个百分点。铁路基建板块毛利率随着铁总的改革和市场化运营机制健全，未来将趋于公平合理和稳定。市政板块毛利率上升有城市轨道交通工程收入占比增加以及毛利率增加的原因。

1-9月公司毛利率同比上升0.73个百分点至10.2%。营业利润率为2.4%，同比提升0.21个百分点。净利润率为1.6%，同比基本持平。从细分业务毛利率来看，基建毛利率8.9%（铁路6.93%，公路7.19%，市政11.53%），勘察设计毛利率31.6%，工业制造21%，房地产29.4%，其他12%。

1-9月公司期间费用率上升0.29个百分点至5.2%。其中销售费用率为0.4%，同比下降0.02个百分点；由于研发费用以及职工薪酬增加导致管理费用同比增长20%，管理费用率上升0.25个百分点至3.9%；由于有息负债增加以及融资成本较高导致财务费用同比增长20%，财务费用率上升0.06个百分点至1.0%。

1-9月份公司新签合同额6,055.6亿元，同比增长13.7%。其中，基建板块4,679.1亿元（铁路工程1,578.3亿元，同比增长16.3%；公路工程702.1亿元，同比减少1.3%；市政及其他工程2,398.6亿元，同比增长13.6%），同比增长11.9%；勘察设计板块100.3亿元，同比增长8.3%；工业板块149.7亿元，同比增长22%。截至3季度末，公司未完成合同额18,476.6亿元。其中基建板块14,831.0亿元，勘察设计板块239.9亿元，工业板块217.5亿元。

1-9月公司经营性净现金流为-72.9亿元，同比增加51亿元净流出。受公司业务类型和经营模式影响，公司的经营性现金流基本是流出的现象。去年4季度有大的反转使2013全年是正的现金流70多亿。从今年3季度来看，跟中报相比是正向的24亿的净流入，今年跟去年不同的是房地产回款下降了20-30%，公司也一直非常重视现金流管理工作，通过努力可能会有所改善。

基建投资——关注“铁公基”发力

1-8月，我们跟踪统计的基建固定资产投资累计为6.5万亿，累计同比增速为22%。8月基建固定资产投资单月值为1.02万亿，单月同比增长16%，环比增速为-2%。虽然从整体看，基建投资增速继续保持平稳，但是从铁路、公路的具体情况看，8月份发力的迹象比较明显，我们认为，“铁公基”的提前布局，将会有有效带动3季度乃至全年基建投资的增长，在有关的政策引导下，大项目的资金难题会得到一定程度的缓解。

具体来看，1-8月份，铁路固定资产投资累计为3,702亿元，同比增速为18.2%，与前两个月相比，明显加快，铁路基建投资累计为2,984亿元，同比增速为7.5%，目前64个新开工项目已有46个获批，9、10月份还将有一些重大项目得到落实。

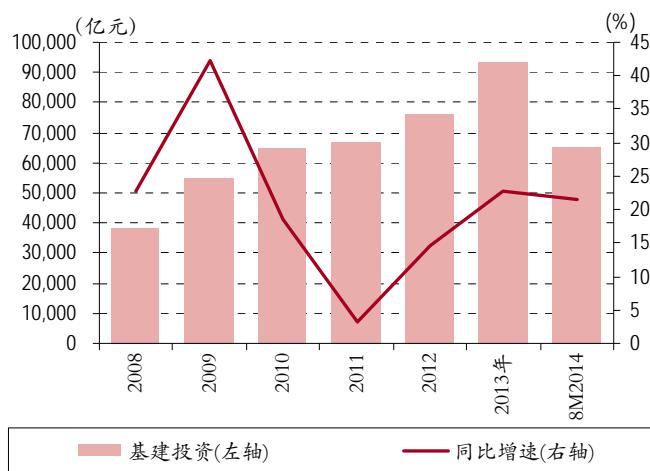
公路方面，1-8月份全国公路投资额累计为8,993亿元，累计同比增速为14%，8月单月投资额为1,622亿元，单月同比增长31%，环比增长8%，公路投资向上的态势已经确立。

在交通运输业固定资产投资的各个子项中，我们还关注了道路运输业、水上运输业和航空运输业的固定资产投资的数据。1-8月份道路运输业固定资产累计投资1.4万亿，同比增速为20.2%；水运投资额累计为1,350亿元，累计同比为34.3%，航空运输累计投资额为869.88亿元，同比增长8.9%。从这些细分的板块看，交通运输行业整体的投资状况在企稳。



综上来看，3季度“铁公基”项目的发力将会有效推动建筑工程企业的项目开展，对于基建市场占比份额较大的中国中铁而言，无疑新项目的拉动以及既有项目的加速将会进一步提升全年业绩较快增长的确定性。

图表 2 基础设施建设投资及同比增速



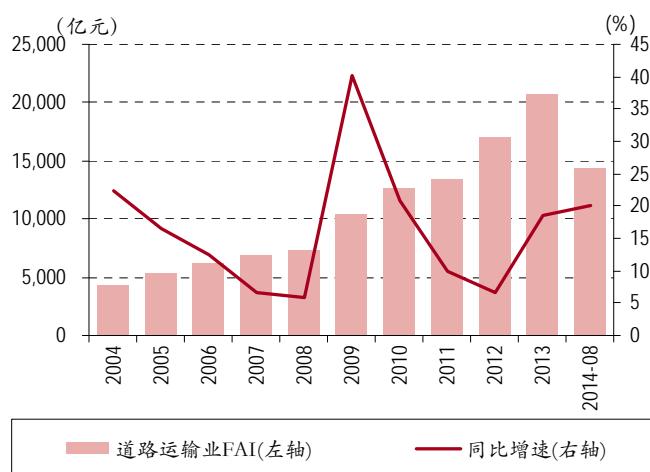
资料来源：万得

图表 3.12、13 与 14 年基础设施建设投资增速对比



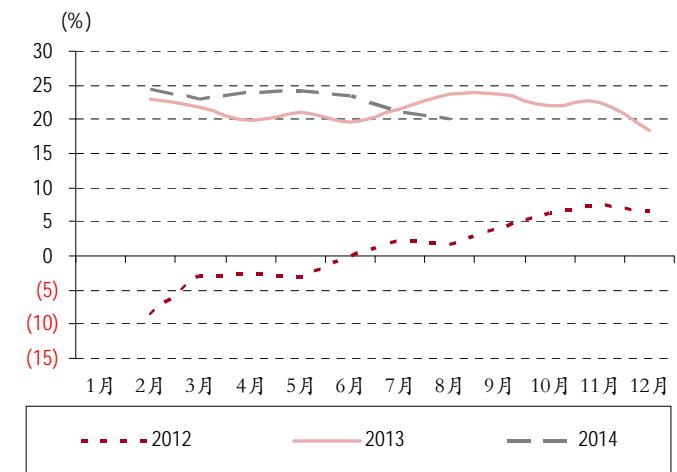
资料来源：万得

图表 4. 道路运输业固定资产投资及同比增速



资料来源：万得

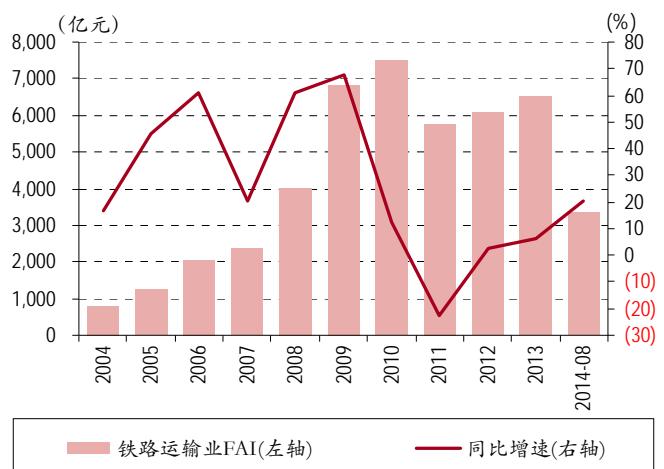
图表 5. 道路运输业固定资产投资累计增速



资料来源：万得

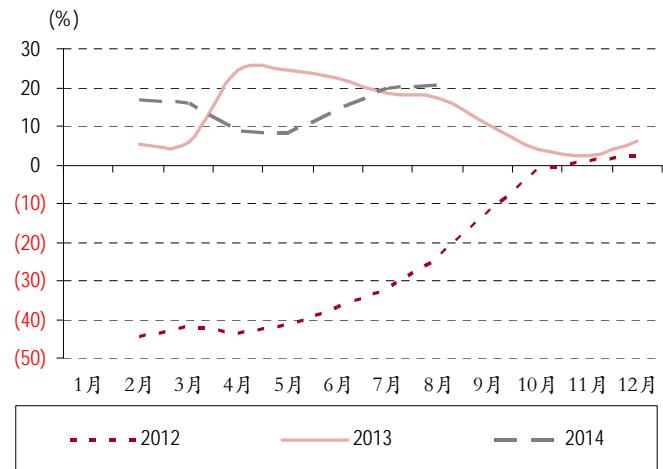


图表6. 铁路运输业固定资产投资及同比增速



资料来源：万得

图表7. 铁路运输业固定资产投资累计增速



资料来源：万得

铁路订单已经开始增长，市政保持平稳

在整体基建增速提升的带动下，公司目前铁路订单的累计增速已从上半年由负转正，1-9月新签增长16.3%。公司在铁路市场的份额为45%左右，中国铁建为30%多。关于铁路新增订单，今年下半年3,000个亿的投标，而公司至少能拿1,200亿以上，此外，还有部分铁路二级市场上的技改维修业务，这些将带动公司铁路主业的发展，全年看，铁路新签将保持稳定增长。从铁路投资情况来看，最近有关新闻再次明确，年底前要完成3个目标：完成8,000亿铁路固定资产投资，新开工64个项目以及7,000公里的铁路新线投产，所以年底前会掀起生产高潮。从10月的情况看，施工比9月加快。今年64个项目新开工，要3年左右才能完成，所以这几年投资量不会很小，预计十三五中国铁路投资还会维持在相当的水平。

在城市轨道交通工程方面，1-9月收入512亿，毛利率接近12%，较去年同期提升0.8个百分点。公司在全国地铁市场的份额是最大的，目前占到57%左右。关于BT业务主要集中在成都、重庆、深圳、石家庄等城市，从目前的项目回购看是正常的，在石家庄、深圳实现了提前回购。对于BT业务，公司也担心一些城市的财力，如昆明的地铁，虽然已经签约，但没开工，对于一些BT项目，有提前回款的情况，如成都的地铁，虽然是BT模式，但到年底能回款60%，次年能拿到90%，而深圳地铁在建设的过程中就开始给钱了，整体而言，BT风险处于可控状态。投资收益比普通的项目好，上半年高速公路有6条实现运营盈亏平衡，还有4条公路处于亏损状态，预计到年底十条高速路整体会实现盈亏平衡，到2018年会弥补前期的亏损，实现整体的盈利。

公路工程方面，1-9月的新签订单同比减少1.3%。从10月情况来看，公路的新签订单又有些进展，预计全年公路订单应该还是增长的。

开展三个层次改革，进一步提升毛利率

在行业增长景气向上的氛围下，中国中铁也加大了自身改革的步伐和力度。目前公司的改革涉及到三个层面。首先，最顶层的是中央国资委关于混合所有制的改革，虽然中央层面的相关措施还未出台，比如降低控股股东的比例等细节条款还未敲定，但公司已经开始积极关注和研究。此外，关于员工持股，国资委已有一个意见稿，也在推动相应的工作，广泛征求意见，我们预计，对国有股的改革具体措施最快也得到年底出台。不过公司整体已经在着手研究布局这些体制改革的问题，如果中央层面最终敲定，公司有望成为积极的先行者，无疑将会释放出更多的制度红利。

第二个层面是关于股份公司的改革。这也是公司目前深入在做的一项业务。改革的主要工作是内部重组，其中涉及到4、5个方面，如电气化业务、科研单位、设计企业以及中铁九局的相应整合。目前中铁九局的东北业务基本都停掉，总公司准备把几家困难的企业抽出来，重组到其他局级单位中，实现以好带坏，避免个别经营不善的子企业破产。在设计业务方面，中国中铁将会在天津成立铁六院，加上原来的铁二院、铁三院和华铁咨询，这样就会有四家设计咨询的局级单位。铁六院的重组主要是把一些三级的处级单位的设计企业整合在一起，由于这些企业的级别太低，拿不到一级市场的铁路招标，整合在一起后，未来拿单能力会增强。在电务方面，还会成立一家公司，此前，中铁已有电气化局，业务主要覆盖地铁和铁路的信号，这次整合会把一些其他的三级处级单位的电务公司，单独抽出来，在武汉成立一个电气化局，从而减少再分包的持续，增强竞争力。在铁路基建主业方面的改革主要涉及到一些既有单位的合并，通过业务优化进一步提高主业的竞争力。

在业务改革方面的另外一个重点是地产业务的调整。由于地产市场近一年来持续调整，公司整体的地产业务盈利能力有一定的下滑，虽然目前的销售收入还不错，但其有一定的滞后性，因为其主要反映去年的水平，今年1-9月，受全国市场情绪低迷，库存压力较大，地产销售额159亿，下降28%，销售面积170万平，下降32%。新开工面积253万平米，下降8%。中铁最早进入地产的相关公司也有20年左右的历史，各个工程局基本都有地产业务，目前涉及到地产业务调整的19个局级单位，调整后，中国中铁只保留3家公司做地产业务，分别是中铁置业、中铁建工、中铁二局，而其他局将会完全退出地产业务。

第三个层面的改革是项目精细化管理。中铁目前的业务规模较大，这也是跟国资委之前的考核要求有关，现在公司也在经历一个转变，即单靠营业收入要转向重效益上来。以前的订单更多是为了搞经营完成任务而拿订单，因此会出现良莠不齐的情况，订单有一些从开始就是亏损的。为提升管理效能，公司已经大面积的推广精细化的管理模式。目前在项目管理上，每个局都会设定最低限，如最低低于多少毛利率就不会接单，总公司在每个局级单位都设有专做成本测算的部门，如果经过测算，低于一定的标准，经营人员就不准投标，这些最低限也是按地域和工程类别划分的，针对一些项目会有人员的定额配备，对设备的量、价格也进行控制。由于以前给项目经理的权限大，从而有一些浪费的情况，经过改革后，会把人、料、机做好控制，加大对项目经理的激励，目前总公司也进行了划片区，不定期的进行检查管理，我们认为经过改革后，二到三年公司整体的毛利率有望提升3个点。

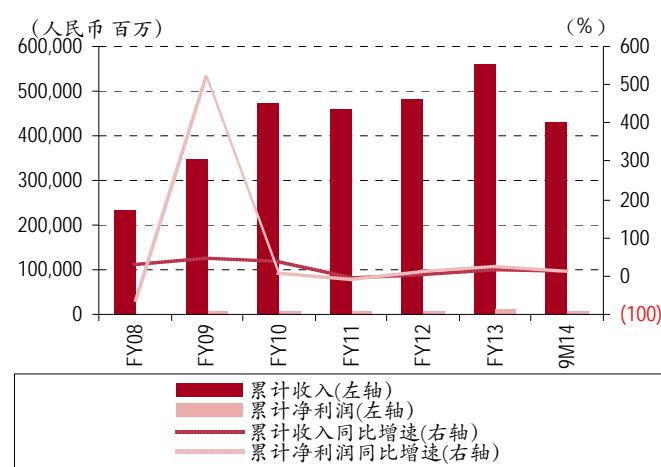
矿业方面看好铜矿，多元化业务继续推进

在其他业务方面，前3季度板块收入484亿，同比下降4%，减少20多亿，主要是物资贸易下降40多亿。公司也密切关注市场，进行有效的调整。公司资源板块铜产品销售的增长较快，公司铜矿主要分布在绿砂、华刚和MKM，华刚明年会试投产，公司预计铜的价格在下半年会进一步回升，在生产节奏方面会稍微控制，按目前的生产本看，毛利率大概有30%，公司期待能源价格会有抬升，目前华刚的储量800万吨，绿砂70万吨MKM20万吨，铜的市场需求还在提升。

而公司的煤矿由于开采成本大于收益，目前基本都停产。钼矿在年初生产了第一批产品，但售价低于成本价，目前在控制产量，金矿由于体量小，且后期的品位比较低，也不达预期。在金融、物贸板块，目前运作良好，有望继续保持上半年的态势。

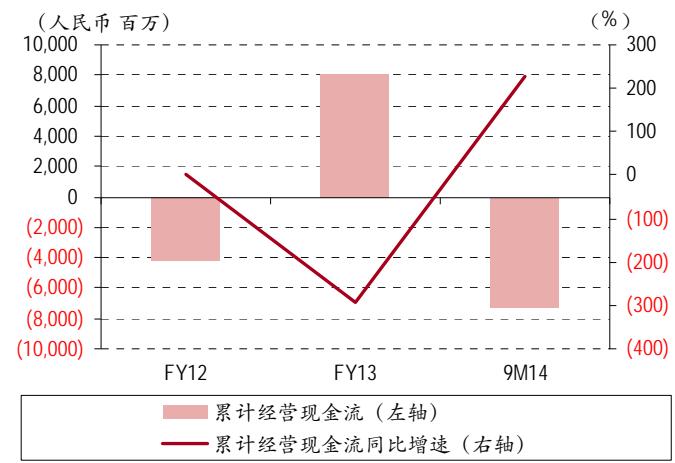
整体而言，公司的多元化业务采取了有保有压的策略，公司将密切关注市场变化进行调整，预计金融板块全年还将会有不错的表现。

图表8. 公司业绩和收入情况



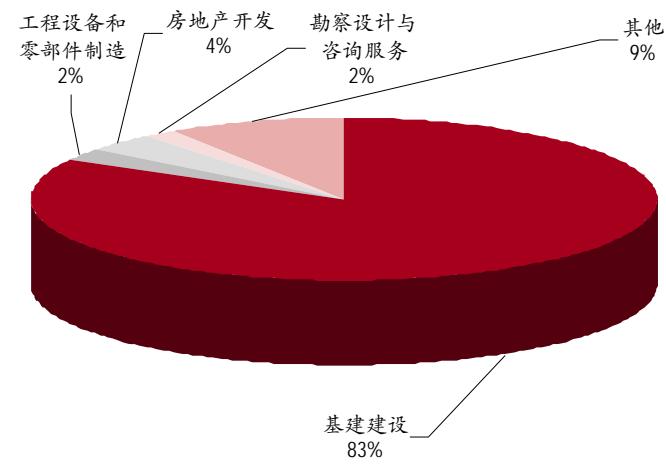
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表9. 公司现金流情况



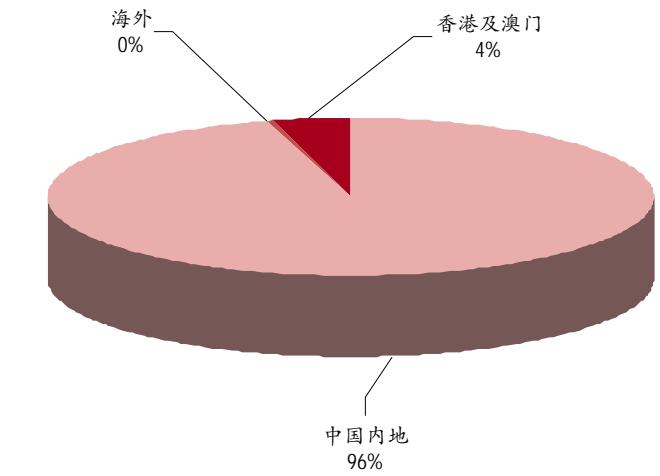
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表10. 上半年公司主要收入占比



资料来源：公司公告，中银国际研究

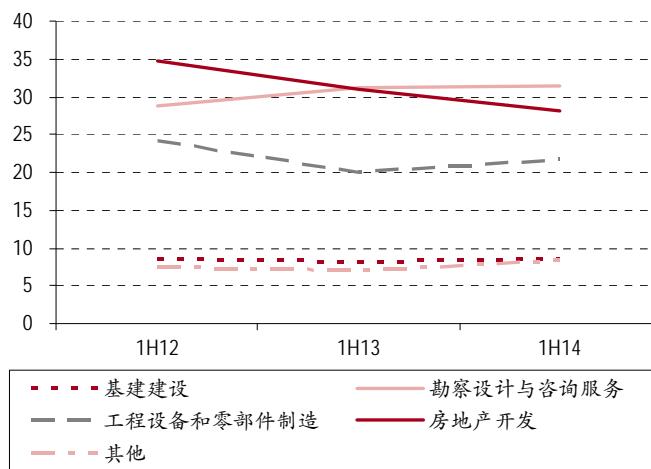
图表11. 上半年公司收入地域占比



资料来源：公司公告，中银国际研究

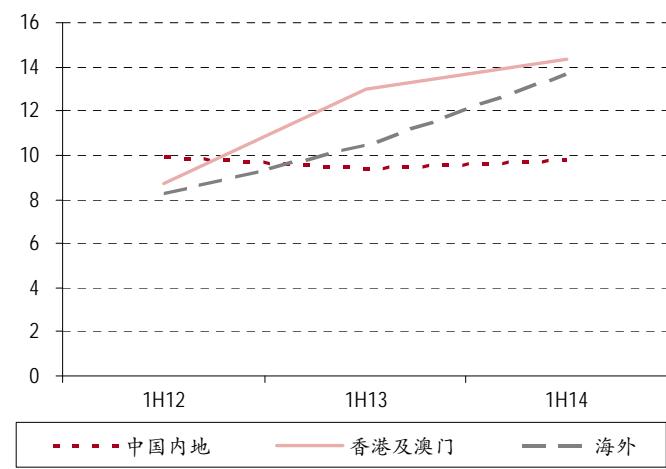


图表 12. 上半年公司主要业务毛利率



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 13. 上半年公司主要地域毛利率情况



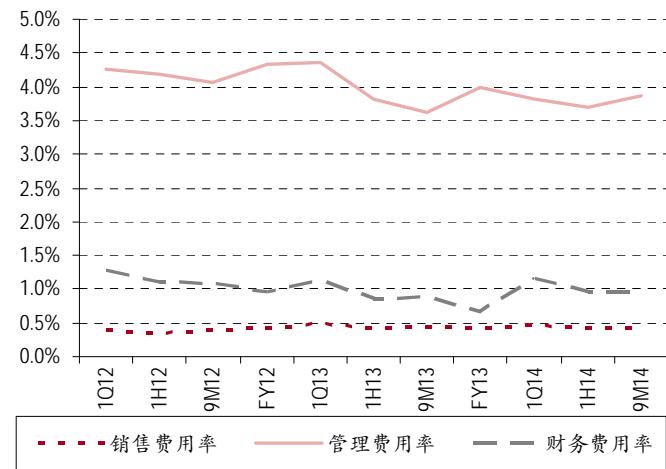
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 14. 公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 15. 公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，中银国际研究



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	483,992	560,444	601,936	644,500	686,234
销售成本	(431,75)	(501,84)	(539,16)	(576,629)	(613,628)
经营费用	(32,049)	(36,264)	(36,825)	(38,991)	(41,150)
息税折旧前利润	20,189	22,337	25,950	28,880	31,456
折旧及摊销	(6,056)	(6,601)	(7,417)	(8,315)	(9,219)
经营利润(息税前利润)	14,133	15,736	18,533	20,565	22,237
净利润收入/(费用)	(2,125)	(1,485)	(1,918)	(2,579)	(2,522)
其他收益/(损失)	1,121	1,485	695	864	1,001
税前利润	10,643	13,511	14,826	16,141	17,423
所得税	(2,566)	(3,435)	(3,588)	(3,906)	(4,216)
少数股东权益	(679)	(701)	(797)	(810)	(810)
净利润	7,398	9,375	10,441	11,425	12,397
核心净利润	7,324	9,074	10,527	11,454	12,386
每股收益(人民币)	0.347	0.440	0.490	0.536	0.582
核心每股收益(人民币)	0.344	0.426	0.494	0.538	0.582
每股股息(人民币)	0.052	0.066	0.074	0.080	0.087
收入增长(%)	5	16	7	7	6
息税前利润增长(%)	10	11	18	11	8
息税折旧前利润增长(%)	5	11	16	11	9
每股收益增长(%)	10	27	11	9	9
核心每股收益增长(%)	7	24	16	9	8

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	10,643	13,511	14,826	16,141	17,423
折旧与摊销	6,056	6,601	7,417	8,315	9,219
净利润利息费用	4,611	3,710	4,401	5,287	5,814
运营资本变动	(21,530)	(12,517)	(18,235)	(10,006)	(16,922)
税金	(3,219)	(3,219)	(3,588)	(3,906)	(4,216)
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	4,786	15,718	11,120
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)	(1,566)	(1,714)
其他融资现金流	(9,831)	(12,235)	(3,602)	(4,274)	(4,822)
融资活动产生的现金流	23,672	12,164	14,604	14,660	13,965
现金变动	7,511	7,998	6,835	17,782	12,543
期初现金	60,254	67,763	75,658	82,493	100,275
公司自由现金流	(14,412)	(2,044)	(4,935)	6,230	2,320
权益自由现金流	13,143	16,652	7,442	18,335	13,264

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	67,968	75,791	82,627	100,410	112,954
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	566,836	640,978	717,634
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	22,536	29,249	33,121	37,710	43,527
长期资产总计	116,169	125,312	133,836	142,273	151,040
总资产	550,833	628,201	700,672	783,252	868,673
应付帐款	275,267	321,602	361,787	409,881	459,687
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	537,212	604,767
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	10,339	11,213
股本	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300
储备	56,663	65,334	74,369	84,228	94,911
股东权益	77,963	86,633	95,669	105,528	116,211
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	700,672	783,252	868,673
每股帐面价值(人民币)	3.66	4.07	4.49	4.95	5.46
每股有形资产(人民币)	1.49	1.95	2.36	2.82	3.32
每股净负债/(现金)(人民	4.46	5.11	5.71	5.84	6.21

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(%)	4.2	4.0	4.3	4.5	4.6
息税前利润率(%)	2.9	2.8	3.1	3.2	3.2
税前利润率(%)	2.2	2.4	2.5	2.5	2.5
净利率(%)	1.5	1.7	1.7	1.8	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	2.7	2.6	2.4
净权益负债率(%)	107.9	112.4	114.0	106.0	102.7
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	12.1	9.5	8.6	7.8	7.2
核心业务市盈率(倍)	12.2	9.9	8.5	7.8	7.2
目标价对应核心业务市	14.8	12.0	10.3	9.5	8.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
价格/现金流(倍)	(21.4)	11.2	18.7	5.7	8.0
企业价值/息税折旧前利	9.1	8.9	8.1	7.4	7.0
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	147.8	154.0	160.3	163.3	165.8
应收帐款周转天数	117.5	117.6	129.2	140.3	152.4
应付帐款周转天数	192.1	194.4	207.2	218.5	231.3
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	11.5	11.4	11.2
资产收益率(%)	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
已运用资本收益率(%)	7.2	6.7	7.1	7.1	7.1

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	465,625	540,394	579,664	620,653	660,844
销售成本	(430,06)	(500,05)	(537,00)	(574,322)	(611,174)
经营费用	(11,072)	(11,186)	(10,781)	(10,922)	(11,098)
息税折旧前利润	24,489	29,154	31,879	35,410	38,572
折旧及摊销	(6,185)	(5,536)	(7,417)	(8,315)	(9,219)
经营利润(息税前利润)	18,304	23,618	24,462	27,095	29,353
净利润收入/(费用)	(924)	(1,485)	(2,318)	(3,079)	(3,022)
其他收益/(损失)	(3,532)	(5,039)	(4,860)	(5,217)	(5,600)
税前利润	11,130	14,869	14,800	16,090	17,439
所得税	(3,061)	(4,744)	(3,582)	(3,893)	(4,220)
少数股东权益	(679)	(701)	(797)	(810)	(810)
净利润	7,390	9,424	10,422	11,387	12,409
核心净利润	10,006	12,924	14,190	15,434	16,756
每股收益(人民币)	0.347	0.442	0.489	0.535	0.583
核心每股收益(人民币)	0.470	0.607	0.666	0.725	0.787
每股股息(人民币)	0.052	0.066	0.073	0.080	0.087
收入增长(%)	5	16	7	7	6
息税前利润增长(%)	14	29	4	11	8
息税折旧前利润增长(%)	9	19	9	11	9
每股收益增长(%)	10	28	11	9	9
核心每股收益增长(%)	10	29	10	9	9

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	11,130	14,869	14,800	16,090	17,439
折旧与摊销	6,185	5,536	7,417	8,315	9,219
净利润利息费用	3,642	3,710	4,801	5,787	6,314
运营资本变动	(4,806)	(12,602)	(34,552)	(19,859)	(21,741)
税金	(3,705)	(4,744)	(3,582)	(3,893)	(4,220)
其他经营现金流	(16,634)	1,228	5,891	6,300	6,737
经营活动产生的现金流	(4,188)	7,997	(5,224)	12,740	13,749
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)	(1,558)	(1,708)
其他融资现金流	(9,699)	(3,098)	(4,373)	(5,233)	(5,771)
融资活动产生的现金流	23,673	12,164	23,221	2,209	1,521
现金变动	7,511	7,998	(383)	(3,951)	(4,089)
期初现金	60,254	67,763	75,658	75,275	71,325
公司自由现金流	(16,162)	(4,167)	(23,604)	(6,160)	(5,610)
权益自由现金流	8,068	12,202	(1,839)	(5,555)	(6,166)

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	69,840	75,790	75,409	71,459	67,371
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	568,576	625,860	687,122
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	26,181	31,905	34,832	38,288	42,651
长期资产总计	115,806	124,940	132,586	139,959	147,341
总资产	550,661	628,030	701,162	765,819	834,464
应付帐款	288,263	334,206	367,627	411,555	458,533
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	520,542	571,604
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	8,121	8,698
股本	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300
储备	56,493	65,163	74,179	84,005	94,704
股东权益	77,793	86,463	95,479	105,299	115,994
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	701,162	765,819	834,464
每股帐面价值(人民币)	3.65	4.06	4.48	4.94	5.45
每股有形资产(人民币)	2.04	2.45	2.86	3.32	3.82
每股净负债/(现金)(人民	4.44	5.23	6.61	7.21	7.83

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(%)	5.3	5.4	5.5	5.7	5.8
息税前利润率(%)	3.9	4.4	4.2	4.4	4.4
税前利润率(%)	2.4	2.8	2.6	2.6	2.6
净利率(%)	1.6	1.7	1.8	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	3.4	3.2	3.1
净权益负债率(%)	107.5	115.2	132.2	131.3	129.7
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	9.8	7.6	6.9	6.3	5.8
核心业务市盈率(倍)	7.2	5.6	5.1	4.7	4.3
目标价对应核心业务市	10.9	8.4	7.7	7.0	6.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
价格/现金流(倍)	(17.2)	9.0	(13.8)	5.7	5.2
企业价值/息税折旧前利	6.8	6.3	6.7	6.4	6.2
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	33.2	32.3	33.2	34.0	34.5
应收帐款周转天数	171.8	175.7	196.3	216.8	235.1
应付帐款周转天数	209.7	210.2	221.0	229.1	240.3
回报率					
股息支付率(%)	15.0	14.9	15.0	15.0	14.9
净资产收益率(%)	9.9	11.5	11.5	11.3	11.2
资产收益率(%)	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8
已运用资本收益率(%)	9.1	9.7	8.9	9.0	9.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测