



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 业绩回顾

证券研究报告

2011年8月19日

铁路

研究部

任重\*

杨鑫, CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010058  
renzhong@cicc.com.cn

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208020077  
yangxin@cicc.com.cn

推荐

## 铁龙物流 (600125.SH)

### 物流业务稳步推进, 盈利能力显著提升

#### 主要财务信息

| (人民币百万元)   | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 1,567 | 2,186 | 2,801 | 3,745 |
| (+/-)      | 3%    | 39%   | 28%   | 34%   |
| 毛利         | 535   | 673   | 805   | 1,088 |
| (+/-)      | 14%   | 26%   | 20%   | 35%   |
| 净利润        | 349   | 476   | 560   | 748   |
| (+/-)      | 18%   | 37%   | 18%   | 34%   |
| 每股盈利(元)    | 0.27  | 0.36  | 0.43  | 0.57  |
| 市盈率        | 33.2  | 24.3  | 20.6  | 15.5  |
| 市净率        | 4.2   | 3.6   | 3.1   | 2.6   |
| EV/EBITDA  | 12.8  | 11.3  | 13.4  | 9.7   |
| 净资产收益率     | 13.4% | 16.1% | 16.2% | 18.2% |
| ROCE       | 13.3% | 15.6% | 15.6% | 17.6% |
| 现金分红收益率    | 0.7%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 每股经营现金流(元) | 0.5   | 0.1   | 0.4   | 0.7   |
| 股价/经营现金    | 16.3  | 120.8 | 23.3  | 12.1  |

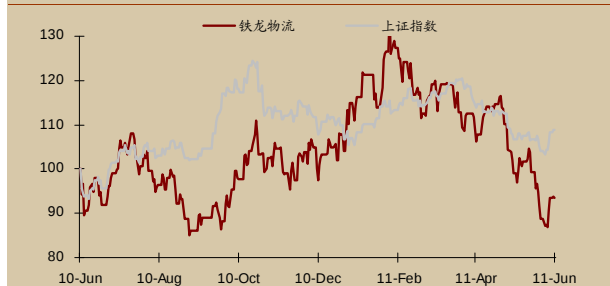
#### 股票信息

| A股           |                       |
|--------------|-----------------------|
| 当前股价         | 人民币8.86               |
| 股票代码         | 600125 CH Equity      |
| 日成交量(百万股)    | 8.9                   |
| 52周最高价/最低价   | 人民币14.46/8.16         |
| 发行股数(百万股)    | 1,306                 |
| 其中: 流通股(百万股) | 796                   |
| 主要股东(持股比例)   | 中铁集装箱运输有限责任公司(15.90%) |

#### 最近估值走势

|              | Last week | 1m     | 3m     | YTD    |
|--------------|-----------|--------|--------|--------|
| [600125.CH]  | +3.02     | -14.56 | -25.04 | -20.12 |
| [上证指数]       | -0.86     | -8.50  | -10.45 | -8.83  |
| [中金A股交通运输指数] | +3.77     | -7.81  | -12.48 | -15.35 |

#### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

#### 2011年上半年业绩小幅好于预期:

上半年实现收入 13.2 亿, 同比增长 15.2%; 净利润 2.81 亿, 同比增长 15.5%, 对应每股收益 0.215 元, 高于我们原预测的每股 0.205 元约 5%, 相当于全年预测的 50%; 考虑到房地产业务四季度开始集中贡献盈利, 公司全年业绩具备一定的超预期可能。

#### 正面:

- **沙鲛铁路运贸一体化业务盈利增长 50%:** 货运发送量 3236 万吨, 同比增长 15.7%; 收入同比增速进一步达到 34.0%, 盈利同比增长 50.1%, 临港物流业务发展好于预期。
- **特种箱拓展全程物流业务取得成效, 盈利增长 68.5%:** 特种箱业务发送量同比增长 17.6%, 对应年化周转次数 22 次左右, 较去年 20 次的周转水平提升了 10%; 与此同时, 公司进一步拓展全程物流业务, 带动盈利同比大幅增长 68.5%。

#### 负面:

- 由于业务量和结算减少, 公司客运业务和房地产业务营业利润分别同比减少 20.1% 和 78.4%。

#### 发展趋势:

- **推出积极的特种箱购置计划:** 年初董事会批准的 2500 只特种箱购置计划目前基本处于招标阶段, 本次进一步新批准了 7000 只特种箱购置计划, 预计下半年特种箱购置将较为集中。全年 9500 只的特种箱购置计划超过了目前保有量的 30%, 并且盈利能力更强的化工箱和沥青箱占据了一半的份额(单箱盈利能力在 1.5 万~2 万/年, 好于目前干散箱 0.3 万~0.5 万/年的盈利水平), 如果购置顺利将带动盈利显著增长。
- **沙鲛铁路扩能改造工程有望 2012 年三季度前完成。** 公司表示沙鲛铁路 4600 万吨至 8000 万吨扩能改造工程有望于 9 月开工, 预计 2012 年三季度前完工, 将带动沙鲛铁路运贸一体化业务突破能力瓶颈制约, 进一步快速发展。

#### 估值与建议:

公司上半年特种箱业务和沙鲛铁路业务均展现出“量升价涨”的态势, 体现出良好的竞争力和发展前景。我们预计四季度沙鲛铁路扩能改造工程的开工、特种箱购置计划的推进以及房地产项目的结算均将成为推动 2012 年盈利快速增长的催化剂。我们看好公司特种箱业务的发展前景, 近期股价回调使得 2012 年市盈率下降至 15.5 倍左右, 显示出较好的投资价值, 重申“推荐”评级。

\* 报告贡献人: 曾泉江 (zengqj@cicc.com.cn)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

### 盈利增长主要来自于铁路货运及临港物流业务和铁路特种箱业务，房地产业务盈利下滑较大

公司上半年实现收入 13.2 亿，同比增长 15.2%；净利润 2.81 亿，同比增长 15.5%，对应每股收益 0.215 元，相当于全年预测的 50%。

从盈利增长的归因分析来看，主营业务利润增长了约 4400 万元：其中沙鲛铁路业务和特种箱业务分别贡献了 7900 万元和 3500 万元的盈利增量（对应 68.5%和 50.1%的增长），是盈利增长的两大最主要引擎；而房地产业务由于上半年结算量较少，盈利同比大幅下滑了 5400 万元或 78.4%，是盈利最大的减项。

图表 1：上半年盈利增长情况

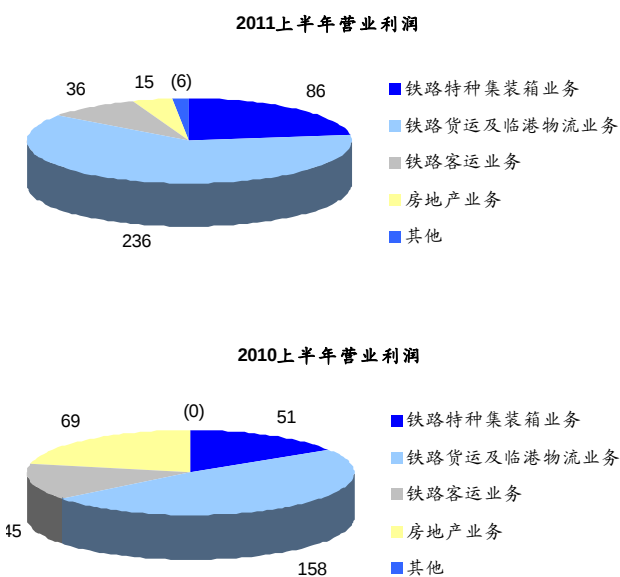
| （百万元）       | 1H2011 | 1H2010 | 同比变动   |
|-------------|--------|--------|--------|
| 铁路特种集装箱业务   | 86     | 51     | 68.5%  |
| 铁路货运及临港物流业务 | 236    | 158    | 50.1%  |
| 铁路客运业务      | 36     | 45     | -20.1% |
| 房地产业务       | 15     | 69     | -78.4% |
| 其他          | (6)    | (0)    |        |
| 合计          | 367    | 323    | 13.7%  |

|             | 1H11 占比 | 1H10 占比 | 盈利归因 |
|-------------|---------|---------|------|
| 铁路特种集装箱业务   | 23.4%   | 15.8%   | 35   |
| 铁路货运及临港物流业务 | 64.4%   | 48.8%   | 79   |
| 铁路客运业务      | 9.8%    | 14.0%   | (9)  |
| 房地产业务       | 4.1%    | 21.5%   | (54) |
| 其他          | -1.7%   | -0.1%   | (6)  |
| 合计          | 100%    | 100%    | 44   |

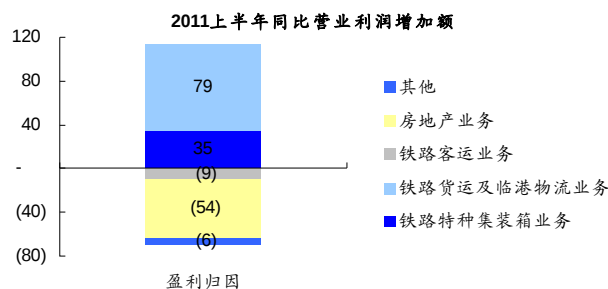
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：各业务板块盈利占比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：上半年盈利增长归因分析



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：各业务板块收入、盈利和利润率明细

|                       |       |       |  |          |
|-----------------------|-------|-------|--|----------|
| <b>铁路特种集装箱业务（百万元）</b> |       |       |  |          |
| 营业收入                  | 368   | 210   |  | 75.6%    |
| 营业成本                  | 261   | 146   |  | 79.1%    |
| 毛利                    | 86    | 51    |  | 68.5%    |
| 毛利率                   | 23.4% | 24.4% |  | -1.0 ppt |

|                         |       |       |  |         |
|-------------------------|-------|-------|--|---------|
| <b>铁路货运及临港物流业务（百万元）</b> |       |       |  |         |
| 营业收入                    | 777   | 580   |  | 34.0%   |
| 营业成本                    | 512   | 398   |  | 28.7%   |
| 毛利                      | 236   | 158   |  | 50.1%   |
| 毛利率                     | 30.4% | 27.2% |  | 3.3 ppt |

|                    |       |       |  |          |
|--------------------|-------|-------|--|----------|
| <b>铁路客运业务（百万元）</b> |       |       |  |          |
| 营业收入               | 56    | 69    |  | -19.5%   |
| 营业成本               | 13    | 17    |  | -22.2%   |
| 毛利                 | 36    | 45    |  | -20.1%   |
| 毛利率                | 64.9% | 65.4% |  | -0.5 ppt |

|                   |       |       |  |           |
|-------------------|-------|-------|--|-----------|
| <b>房地产业务（百万元）</b> |       |       |  |           |
| 营业收入              | 80    | 205   |  | -61.1%    |
| 营业成本              | 42    | 116   |  | -64.0%    |
| 毛利                | 15    | 69    |  | -78.4%    |
| 毛利率               | 18.8% | 33.8% |  | -15.0 ppt |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

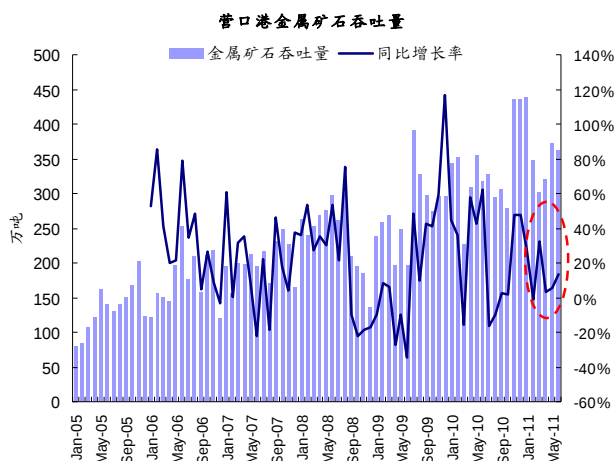
### 沙鲛铁路业务：运贸一体化业务发展良好，扩能改造工程将进一步打开发展空间

沙鲛铁路运贸一体化业务发展良好，盈利同比增长 50%，但沙鲛线运能瓶颈已经有所体现

公司沙鲛线上半年实现货运发送量 3236 万吨，同比增长 15.7%，仍然保持了较快的增长。但考虑到营口港上半年实现了 1.33 亿吨的吞吐量，同比增速达到了 17.9%，高于沙鲛线运量 2.2 个百分点。由于铁路运输成本明显低于公路运输成本，我们认为运量增速低于港区整体水平显示出沙鲛铁路目前已经开始受到能力瓶颈制约，亟需扩能改造工程实施打开运量增长空间。

考虑到上半年沙鲛线运输和临港物流业务收入同比增速明显好于运输量的增长，达到了 34.0%的水平，而盈利同比增长则进一步达到了 50.1%，显示出临港物流业务发展较快，在收入快速增长的情况下利润率也出现了明显的提升，发展好于预期。

图表 5：营口港金属矿石吞吐量



资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 沙鲅铁路扩能改造工程有望 2012 年三季度前完成，打开进一步发展空间

根据我们跟公司的交流，管理层表示沙鲅铁路 4600 万吨至 8000 万吨扩能改造工程基本不会受到铁道部安全大检查的影响，有望于今年 9 月开工，预计 2012 年三季度前完工。我们认为，扩能改造工程的实施将带动沙鲅铁路运贸一体化业务突破能力瓶颈制约，打开进一步发展的空间。

### 特种箱拓展全程物流业务取得成效，上半年盈利增长 68.5%；新推出积极的特种箱购置计划，有望带动盈利显著增长

#### 特种箱拓展全程物流取得成效，上半年盈利增长 68.5%

上半年公司特种箱业务发送量同比增长 17.6%，对应年化周转次数 22 次左右，较去年 20 次的周转水平提升了 10%；与此同时，公司进一步加快特种箱经营模式的转变，积极拓展全程物流业务，带动报告期特种箱业务盈利同比大幅增长 68.5%，显示出了较强的竞争力和良好的发展前景。

#### 新推出积极的特种箱购置计划，有望带动盈利显著增长

年初董事会批准的 2500 只特种箱购置计划目前基本处于招标阶段，本次进一步新批准了 7000 只特种箱购置计划，预计下半年特种箱购置将较为集中。

我们认为，全年 9500 只的特种箱购置计划超过了目前保有量的 30%，并且盈利能力更强的化工箱和沥青箱占据了一半的份额（单箱盈利能力在 1.5 万~2 万/年，好于目前干散箱 0.3 万~0.5 万/年的盈利水平），如果购置顺利将带动盈利显著增长

图表 6：特种箱近两年购置计划

| 箱型  | 保有量    | 其中：2010 年购置 | 2011 年上半年购置 | 计划购置量 | 采购单价（万元） |
|-----|--------|-------------|-------------|-------|----------|
| 干散箱 | 10,000 |             |             | 5,000 | 3.3      |
| 化工箱 | 800    | 500         |             | 1,700 | 20.0     |
| 水泥箱 | -      |             |             | 1,000 | 9.0      |
| 沥青箱 | -      |             | 300         | 2,000 | 12.0     |
| 冷藏箱 | 100    |             |             | 200   | 30.0     |
| 合计  | 10,900 | 500         | 300         | 9,900 |          |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7：特种箱董事会批复购置量持续快速上升

| 箱型  | 2011 年 8 月董事会 |         |        | 2011 年 3 月董事会 |         |        |
|-----|---------------|---------|--------|---------------|---------|--------|
|     | 批准采购量         | 投资额（百万） | 单价（万元） | 批准采购量         | 投资额（百万） | 单价（万元） |
| 干散箱 | 3,500         | 115     | 3.3    | 1,500         | 60      | 4.0    |
| 化工箱 | 1,500         | 300     | 20.0   |               |         |        |
| 水泥箱 |               |         |        | 1,000         | 90      | 9.0    |
| 沥青箱 | 2,000         | 240     | 12.0   |               |         |        |
| 冷藏箱 |               |         |        |               |         |        |
| 合计  | 7,000         | 655     |        | 2,500         | 150     |        |

| 箱型  | 2010 年 8 月董事会 |         |        | 2010 年 3 月董事会 |         |        |
|-----|---------------|---------|--------|---------------|---------|--------|
|     | 批准采购量         | 投资额（百万） | 单价（万元） | 批准采购量         | 投资额（百万） | 单价（万元） |
| 干散箱 |               |         |        |               |         |        |
| 化工箱 | 1,000         | 190     | 19.0   |               |         |        |
| 水泥箱 |               |         |        |               |         |        |
| 沥青箱 |               |         |        |               |         |        |
| 冷藏箱 |               |         |        | 250           | 75      | 30.0   |
| 合计  | 1,000         | 190     |        | 250           | 75      |        |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

1) 冷藏箱：已批准的采购量一共为 200~300 只，现在投入使用的 100 多只。购置单价 30 万元，目前尚未盈利；

从运营情况来看，进展相对较慢，主要由于：1) 目前公司冷藏箱存量较小，尚无法开行冷藏箱班列；2) 由于我国的铁路普通集装箱长期以来都是针对大宗的生产资料的，消费品运输的线路和服务需求与生产资料大不相同，因此挂靠现有集装箱班列的难度也较大。未来随着铁路运能的进一步释放，针对消费品运输的集装箱班列和冷藏箱班列将有望开行，这样运输的时效性和稳定性将得以增强，冷藏箱在规模化的支持下将开始贡献盈利。

2) 化工箱：已投入使用 800 只，此次批复新增 1500 只，远期超过 5000 只；购置单价 20 万元，单箱年盈利 2 万元左右；

从运营情况来看，目前公司化工箱主要用于运输食品和化工品。目前化工箱所运输的都是非危险品，未来计划开展低危货种运输，因此发展进程不受铁路安全检查的影响。化工箱的发展前景取决于两个方面：一是铁道部对罐车的发展态度；二是市场需求。1) 对于前者，罐箱对罐车不会完全替代，在点对点运输和水运方面罐车还会继续使用，但是其他方面化工箱具备明显优势，将逐步替代罐车并开拓新的市场。2) 对于市场需求方面，化

工品运输的需求量非常大，公司为任意一家全国排名前 50 的化工企业服务对化工箱的需求都会在 1000 只以上。因此，总体来看，化工箱的发展前景较好。

### 3) 积极拓展沥青箱等新箱型，预计特种箱年均增长 1 万只左右，2012 年板块盈利增速将上升至 40% 左右

除了目前已有的三大箱型（干散箱、化工箱和冷藏箱），公司正在积极拓展新的箱型，目前较成熟储备箱型已经有 3~4 种，预计每年可以有两种左右投入运营。比如在今年 6 月份将开始试用沥青箱，已经购置 300 只，按照批复计划购置量达到 2000 只。从盈利能力来看，沥青箱单价 12 万元左右，而单箱年盈利在 1.5 万元左右，ROE 接近甚至好于化工箱。

对于储备箱型，预期每个研究箱型的长期购置量均在 5000 只以上。总的购置量方面，公司预计未来每年新购和更新的采购量一共大概在 1 万只左右。2011 年公司的特种箱业务仍然处于储备期，但这部分盈利在 2012 年将开始快速增长，增速有望达到 40% 左右的水平。

### 房地产项目：2012 年盈利释放开始加快

公司房地产业务由于受开发周期的影响，上半年没有新增房源进入销售，仅有少量历史存量房屋销售，实现营业收入 7,984.4 万元，较上年同期同比减少 61.14%，营业利润同比减少 78.43%。

公司目前开发的连海金源项目和枣园新区地产项目分别预计于 2011 年 10 月和 2012 年 8 月竣工。由于目前公布数据较少，我们简单估算两个项目 2011、2012 和 2013 年将分别贡献 0.03 元、0.1 元和 0.1 元的每股盈利贡献，2012 年的房地产业务盈利释放将明显加快。

图表 8：连海金源地产项目盈利测算

|             | 结算系数  | 20%  | 40%  | 40%  |
|-------------|-------|------|------|------|
|             | Total | 2011 | 2012 | 2013 |
| 销售收入（百万元）   | 863   | 173  | 345  | 345  |
| 成本          | -330  | -66  | -132 | -132 |
| 主营业务税金及附加   | -60   | -12  | -24  | -24  |
| 毛利润         | 473   | 95   | 189  | 189  |
| 期间费用        | -194  | -39  | -78  | -78  |
| 税前利润        | 279   | 56   | 111  | 111  |
| 所得税         | -70   | -14  | -28  | -28  |
| 净利润         | 209   | 42   | 84   | 84   |
| 少数股东损益（0%）  | -     | -    | -    | -    |
| 归属于上市公司股东收益 | 209   | 42   | 84   | 84   |
| 期间费用率       | -22%  | -22% | -22% | -22% |
| 净利润率        | 24%   | 24%  | 24%  | 24%  |
| 每股净利润       |       | 0.03 | 0.06 | 0.06 |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 9：枣园新区地产项目盈利测算

|             | 结算系数  | 0%   | 20%  | 40%  | 40%  |
|-------------|-------|------|------|------|------|
|             | Total | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 销售收入（百万元）   | 1604  | 0    | 321  | 642  | 642  |
| 成本          | -956  | -    | -191 | -383 | -383 |
| 主营业务税金及附加   | -112  | 0    | -22  | -45  | -45  |
| 毛利润         | 535   | 0    | 107  | 214  | 214  |
| 期间费用        | -380  | -    | -76  | -152 | -152 |
| 税前利润        | 156   | 0    | 31   | 62   | 62   |
| 所得税         | -39   | 0    | -8   | -16  | -16  |
| 净利润         | 117   | 0    | 23   | 47   | 47   |
| 少数股东损益（0%）  | -     | -    | -    | -    | -    |
| 归属于上市公司股东收益 | 117   | 0    | 23   | 47   | 47   |
| 期间费用率       | -24%  | n.a. | -24% | -24% | -24% |
| 净利润率        | 7%    | n.a. | 7%   | 7%   | 7%   |
| 每股净利润       |       |      | 0.02 | 0.04 | 0.04 |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 投资建议

公司上半年特种箱业务和沙鲅铁路业务均展现出“量升价涨”的态势，体现出良好的竞争力和发展前景。我们预计四季度沙鲅铁路扩能改造工程的开工、特种箱购置计划的推进以及房地产项目的结算均将成为推动 2012 年盈利快速增长的催化剂。我们认为公司将受益于铁道部大物流的发展方向，铁路特种箱的成长前景仍然可以看高一线。从估值角度来看，近期公司股价的回调使得 2012 年市盈率下降至 15.5 倍左右，已经位于历史平均市盈率一倍标准差的下限，显示出了一定的安全边际和较好的投资价值，重申“推荐”评级。

图表 10: 2011 年上半年业绩分析

| (百万元)       | 季度数据       |            |            |            |            |            |         |         | 半年度数据      |            |              | 中金评论                           |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------|---------|------------|------------|--------------|--------------------------------|
|             | 1Q10       | 2Q10       | 3Q10       | 4Q10       | 1Q11       | 2Q11       | QoQ     | YoY     | 1H10       | 1H11       | YoY          |                                |
| 营业收入        | 574        | 572        | 508        | 533        | 570        | 749        | 31.2%   | 30.9%   | 1145       | 1319       | 15.2%        | 公司运输和物流主业高速增长带动营业收入增<br>成本控制得力 |
| 营业成本        | 382        | 374        | 307        | 378        | 364        | 499        | 37.1%   | 33.4%   | 756        | 863        | 14.2%        |                                |
| 营业税金及附加     | 19         | 17         | 15         | 21         | 15         | 26         |         |         | 35         | 41         | 15.9%        |                                |
| <b>毛利</b>   | <b>173</b> | <b>181</b> | <b>186</b> | <b>134</b> | <b>191</b> | <b>224</b> | 17.1%   | 23.7%   | <b>354</b> | <b>415</b> | <b>17.2%</b> |                                |
| 营业费用        | 6          | 3          | 4          | 9          | 4          | 6          | 52.8%   | 125.5%  | 9          | 11         | 22.6%        |                                |
| 管理费用        | 11         | 14         | 18         | 18         | 20         | 16         | -18.8%  | 13.4%   | 25         | 36         | 44.7%        |                                |
| 财务费用        | -2         | -2         | -3         | -1         | -1         | -1         | 38.2%   | -54.8%  | -4         | -1         | -59.9%       |                                |
| <b>营业利润</b> | <b>154</b> | <b>169</b> | <b>166</b> | <b>113</b> | <b>165</b> | <b>203</b> | 23.0%   | 19.9%   | <b>323</b> | <b>367</b> | <b>13.7%</b> |                                |
| 营业外收入       | 2          | 1          | 1          | 12         | 26         | 4          |         |         | 3          | 31         |              |                                |
| 营业外支出       | 0          | 0          | 3          | 15         | 25         | 0          |         |         | 0          | 25         |              |                                |
| <b>利润总额</b> | <b>155</b> | <b>170</b> | <b>164</b> | <b>110</b> | <b>166</b> | <b>207</b> | 24.3%   | 21.8%   | <b>325</b> | <b>373</b> | <b>14.7%</b> |                                |
| 所得税         | 39         | 43         | 40         | 0          | 41         | 51         |         |         | 82         | 92         |              |                                |
| 少数股东权益      | 0          | 0          | 0          | -0         | 0          | 1          |         |         | 0          | 1          |              |                                |
| <b>净利润</b>  | <b>116</b> | <b>127</b> | <b>124</b> | <b>110</b> | <b>126</b> | <b>155</b> | 23.5%   | 22.5%   | <b>243</b> | <b>281</b> | <b>15.5%</b> | 上半年业绩小幅好于预期                    |
| 每股收益        | 0.089      | 0.097      | 0.095      | 0.084      | 0.096      | 0.119      |         |         | 0.186      | 0.215      |              |                                |
| 毛利率         | 33.4%      | 34.6%      | 39.5%      | 29.0%      | 36.2%      | 33.3%      | -2.9ppt | -1.2ppt | 34.0%      | 34.6%      | 0.6ppt       | 毛利率小幅提升                        |
| 营业费用率       | 1.0%       | 0.5%       | 0.8%       | 1.6%       | 0.7%       | 0.9%       | 0.1ppt  | 0.4ppt  | 0.8%       | 0.8%       | 0.0ppt       |                                |
| 管理费用率       | 1.9%       | 2.5%       | 3.6%       | 3.3%       | 3.5%       | 2.2%       | -1.3ppt | -0.3ppt | 2.2%       | 2.8%       | 0.6ppt       | 管理费用率小幅上涨                      |
| 营业利润率       | 26.8%      | 29.5%      | 32.6%      | 21.2%      | 28.9%      | 27.0%      | -1.8ppt | -2.5ppt | 28.2%      | 27.8%      | -0.4ppt      |                                |
| 所得税率        | 25.0%      | 25.3%      | 24.4%      | 0.4%       | 24.5%      | 24.8%      | 0.3ppt  | -0.6ppt | 25.2%      | 24.6%      | -0.6ppt      |                                |
| 净利润率        | 20.3%      | 22.1%      | 24.4%      | 20.6%      | 22.0%      | 20.7%      | -1.3ppt | -1.4ppt | 21.2%      | 21.3%      | 0.1ppt       |                                |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11: 历史和预测的财务指标

| 单位(人民币百万)    | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>损益表</b>   |        |        |        |        |        |
| 营业收入         | 1,523  | 1,567  | 2,186  | 2,801  | 3,745  |
| 营业成本         | -995   | -978   | -1,441 | -1,898 | -2,526 |
| 营业税金及附加      | -57    | -54    | -71    | -97    | -131   |
| 毛利           | 471    | 535    | 673    | 805    | 1,088  |
| 营业费用         | -29    | -25    | -21    | -23    | -26    |
| 管理费用         | -47    | -50    | -61    | -73    | -97    |
| 财务费用         | -8     | 6      | 7      | -1     | 1      |
| 投资收益         | 4      | 7      | 6      | 6      | 6      |
| 营业利润         | 390    | 474    | 601    | 714    | 972    |
| 税前利润         | 390    | 471    | 599    | 714    | 972    |
| 所得税          | -95    | -121   | -123   | -153   | -223   |
| 少数股东权益       | -      | -1     | -0     | -0     | -0     |
| 净利润          | 295    | 349    | 476    | 560    | 748    |
| 摊薄每股收益(人民币元) | 0.226  | 0.267  | 0.365  | 0.429  | 0.573  |
| <b>现金流量表</b> |        |        |        |        |        |
| 经营活动现金流:     | 270    | 712    | 96     | 496    | 953    |
| 投资活动现金流:     | -311   | -223   | -438   | -467   | -514   |
| 融资活动现金流:     | -321   | -101   | -60    | -1     | 1      |
| 货币资金增加额      | -363   | 388    | -402   | 27     | 440    |
| <b>资产负债表</b> |        |        |        |        |        |
| 流动资产:        | 1,092  | 1,501  | 1,953  | 2,173  | 2,608  |
| 长期股权投资       | 60     | 58     | 51     | 51     | 51     |
| 固定资产         | 1,432  | 1,441  | 1,398  | 1,743  | 2,121  |
| 无形资产和其他资产    | 66     | 70     | 75     | 74     | 72     |
| 总资产          | 2,650  | 3,070  | 3,501  | 4,064  | 4,876  |
| 流动负债:        | 183    | 290    | 190    | 193    | 257    |
| 长期负债:        | 14     | 39     | 121    | 121    | 121    |
| 总负债          | 197    | 329    | 310    | 313    | 377    |
| 少数股东权益       | 1      | 2      | 3      | 2      | 2      |
| 股东权益         | 2,451  | 2,739  | 3,188  | 3,749  | 4,497  |
| 负债和权益        | 2,650  | 3,070  | 3,501  | 4,064  | 4,876  |
| <b>财务指标</b>  |        |        |        |        |        |
| 主营业务利润率      | 30.9%  | 34.1%  | 30.8%  | 28.7%  | 29.0%  |
| 息税前利润率       | 25.9%  | 29.4%  | 27.0%  | 25.3%  | 25.8%  |
| 净利润率         | 19.4%  | 22.3%  | 21.8%  | 20.0%  | 20.0%  |
| 净资产收益率       | 12.8%  | 13.4%  | 16.1%  | 16.2%  | 18.2%  |
| 总资产收益率       | 10.7%  | 12.2%  | 14.5%  | 14.8%  | 16.7%  |
| 总资产负债率       | 7.4%   | 10.7%  | 8.9%   | 7.7%   | 7.7%   |
| 净资产负债率       | -20.3% | -32.9% | -13.1% | -11.8% | -19.6% |
| 流动比例         | 6.0    | 5.2    | 10.3   | 11.3   | 10.2   |
| 速动比率         | 3.8    | 3.6    | 3.8    | 4.4    | 5.4    |
| 应收账款周转期      | 31.5   | 20.1   | 23.5   | 23.5   | 23.5   |
| 存货周转期        | 145.0  | 166.9  | 310.1  | 254.7  | 176.9  |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 12: 可比公司估值表

| 公司                        | 股票代码      | 币种  | 股价      | 市值         | 市盈率  |       |       | 市净率  |       |       | 净资产收益率 |       |       | 现金分红收益率 |       |       | EV/EBITDA |       |       | CAGR  | PEG  |
|---------------------------|-----------|-----|---------|------------|------|-------|-------|------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|------|
|                           |           |     |         | (USD m)    | (X)  | (X)   | (%)   | (%)  | (%)   | (%)   | (%)    | (%)   | (X)   | (X)     | (X)   | (X)   | (X)       |       |       |       |      |
|                           |           |     |         | 2011-08-18 | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E | 2012E | 2010   | 2011E | 2012E | 2010    | 2011E | 2012E | 2010      | 2011E | 2012E | 10-12 | 10A  |
| A股铁路上市公司                  |           |     |         |            |      |       |       |      |       |       |        |       |       |         |       |       |           |       |       |       |      |
| 大秦铁路*                     | 601006.SH | CNY | 7.47    | 17,381     | 10.7 | 8.1   | 7.3   | 2.0  | 1.7   | 1.6   | 18.5   | 18.5  | 18.4  | 4.7     | 6.2   | 6.8   | 6.8       | 5.3   | 4.6   | 21%   | 0.4  |
| 广深铁路*                     | 601333.SH | CNY | 3.47    | 3,584      | 15.8 | 13.7  | 12.3  | 1.0  | 1.0   | 0.9   | 6.4    | 7.1   | 7.6   | 2.6     | 3.0   | 3.3   | 7.1       | 6.0   | 5.2   | 13%   | 0.9  |
| 铁龙物流*                     | 600125.SH | CNY | 8.86    | 1,810      | 24.3 | 20.6  | 15.5  | 3.6  | 3.1   | 2.6   | 16.1   | 16.2  | 18.2  | 0.0     | 0.0   | 0.0   | 11.3      | 13.4  | 9.7   | 25%   | 0.6  |
| 平均值                       |           |     |         |            | 16.9 | 14.1  | 11.7  | 2.2  | 1.9   | 1.7   | 13.7   | 13.9  | 14.7  | 2.4     | 3.1   | 3.4   | 8.4       | 8.2   | 6.5   | 20%   | 0.6  |
| 中值                        |           |     |         |            | 15.8 | 13.7  | 12.3  | 2.0  | 1.7   | 1.6   | 16.1   | 16.2  | 18.2  | 2.6     | 3.0   | 3.3   | 7.1       | 6.0   | 5.2   | 13%   | 0.9  |
| H股铁路上市公司                  |           |     |         |            |      |       |       |      |       |       |        |       |       |         |       |       |           |       |       |       |      |
| 广深铁路*                     | 525.HK    | HKD | 2.8     | 3,584      | 11.4 | 9.3   | 8.3   | 0.7  | 0.6   | 0.6   | 6.1    | 6.9   | 7.5   | 3.8     | 4.5   | 5.0   | 5.0       | 4.0   | 3.5   | 17%   | 0.5  |
| 国际铁路上市公司                  |           |     |         |            |      |       |       |      |       |       |        |       |       |         |       |       |           |       |       |       |      |
| 亚洲                        |           |     |         |            |      |       |       |      |       |       |        |       |       |         |       |       |           |       |       |       |      |
| 地铁公司                      | 66.HK     | HKD | 25.4    | 18,853     | 12.1 | 15.0  | 17.2  | 1.2  | 1.2   | 1.1   | 10.8   | 7.9   | 6.5   | 2.3     | 2.6   | 2.7   | 9.1       | 12.6  | 12.1  | -16%  | n.m. |
| East Japan Railway        | 9020.JP   | JPY | 4,635   | 24,207     | 24.1 | 13.7  | 16.7  | 1.0  | 1.0   | 1.0   | 4.2    | 7.3   | 6.1   | 2.4     | 2.4   | 2.4   | 7.4       | 7.3   | 8.1   | 20%   | 0.8  |
| Central Japan Railway     | 9022.JP   | JPY | 642,000 | 18,022     | 9.4  | 10.2  | 11.0  | 1.0  | 1.1   | 1.0   | 11.6   | 10.7  | 9.1   | 1.4     | 1.4   | 1.4   | 7.3       | 7.3   | 7.8   | -7%   | n.m. |
| West Japan Railway        | 9021.JP   | JPY | 3,185   | 8,317      | 17.6 | 16.1  | 19.7  | 0.9  | 0.9   | 0.9   | 5.2    | 5.6   | 4.4   | 2.5     | 2.5   | 2.6   | 7.2       | 7.1   | 7.2   | -5%   | n.m. |
| Hankyu Holdings           | 9042.JP   | JPY | 298     | 4,947      | 20.8 | 17.8  | 15.6  | 0.8  | 0.8   | 0.8   | 3.8    | 4.5   | 5.1   | 1.7     | 1.7   | 1.7   | 12.1      | 12.3  | 12.5  | 15%   | 1.0  |
| Container Corp of India   | CCRI.IN   | INR | 937     | 2,671      | 15.7 | 14.6  | 13.2  | 2.8  | 2.5   | n.a.  | 19.4   | n.a.  | 16.8  | 1.5     | 1.8   | 1.9   | 10.7      | 10.1  | 9.6   | 9%    | 1.5  |
| SMRT Corp                 | MRT.SP    | SGD | 1,765   | 2,220      | 16.7 | 16.8  | 17.3  | 3.2  | 3.3   | 3.2   | 20.5   | 19.8  | 19.3  | 4.8     | 4.8   | 4.8   | 8.0       | 8.0   | 7.8   | -2%   | n.m. |
| 平均值                       |           |     |         |            | 16.6 | 14.9  | 15.8  | 1.6  | 1.5   | 1.3   | 10.8   | 9.3   | 9.6   | 2.4     | 2.4   | 2.5   | 8.8       | 9.3   | 9.3   | 3%    | 6.3  |
| 中值                        |           |     |         |            | 16.7 | 15.0  | 16.7  | 1.0  | 1.1   | 1.0   | 10.8   | 7.6   | 6.5   | 2.3     | 2.4   | 2.4   | 8.0       | 8.0   | 8.1   | 0%    | n.m. |
| 欧洲                        |           |     |         |            |      |       |       |      |       |       |        |       |       |         |       |       |           |       |       |       |      |
| Union Pacific             | UNP.US    | USD | 91.93   | 44,870     | 16.5 | 14.0  | 11.7  | 2.5  | 2.4   | 2.2   | 16.1   | 17.0  | 19.0  | 1.4     | 1.9   | 2.2   | 8.2       | 7.3   | 6.3   | 19%   | 0.6  |
| Norfolk Southern          | NSC.US    | USD | 68.3    | 23,753     | 16.8 | 13.2  | 11.5  | 2.2  | 2.2   | 2.0   | 14.2   | 16.4  | 17.0  | 2.0     | 2.4   | 2.6   | 8.5       | 7.2   | 6.5   | 21%   | 0.6  |
| CSX Corp                  | CSX.US    | USD | 22.56   | 24,710     | 16.5 | 13.0  | 11.1  | 2.8  | 2.8   | 2.6   | 17.9   | 21.7  | 24.0  | 1.4     | 2.0   | 2.3   | 8.0       | 7.0   | 6.3   | 22%   | 0.5  |
| Canadian National Railway | CNR.CN    | CAD | 70.12   | 32,155     | 15.5 | 14.7  | 12.9  | 2.8  | 2.7   | 2.4   | 18.7   | 19.4  | 19.4  | 1.5     | 1.8   | 2.1   | 9.7       | 8.9   | 8.1   | 10%   | 1.3  |
| Canadian Pacific Railway  | CP.CN     | CAD | 57.91   | 9,988      | 15.0 | 17.1  | 12.3  | 2.0  | 1.8   | 1.7   | 13.7   | 11.4  | 13.5  | 1.8     | 2.0   | 2.1   | 8.6       | 9.0   | 7.4   | 10%   | 1.2  |
| 平均值                       |           |     |         |            | 16.1 | 14.4  | 11.9  | 2.4  | 2.4   | 2.2   | 16.1   | 17.2  | 18.6  | 1.7     | 2.0   | 2.3   | 8.6       | 7.9   | 6.9   | 16%   | 0.7  |
| 中值                        |           |     |         |            | 16.5 | 14.0  | 11.7  | 2.5  | 2.4   | 2.2   | 16.1   | 17.0  | 19.0  | 1.5     | 2.0   | 2.2   | 8.5       | 7.3   | 6.5   | 19%   | 0.6  |
| 全球铁路平均值                   |           |     |         |            |      |       |       |      |       |       |        |       |       |         |       |       |           |       |       |       |      |
| 全球铁路中值                    |           |     |         |            |      |       |       |      |       |       |        |       |       |         |       |       |           |       |       |       |      |
|                           |           |     |         |            |      |       |       |      |       |       |        |       |       |         |       |       |           |       |       |       |      |

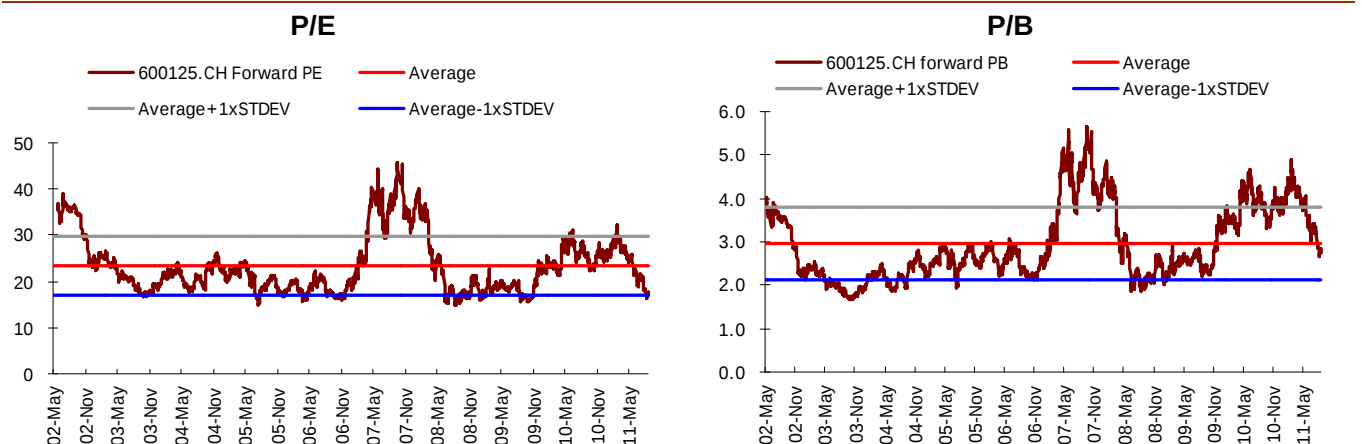
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部; 注: \*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

图表 13: A 股交通基础设施公司估值表

| 公司            | 股票代码      | 股价    | 市值<br>(USD m) | 市盈率<br>(X) |       |       | 市净率<br>(X) |       |       | 净资产收益率<br>(%) |       |       | 现金分红收益率<br>(%) |       |       | CAGR<br>10-12 | PEG<br>10A |
|---------------|-----------|-------|---------------|------------|-------|-------|------------|-------|-------|---------------|-------|-------|----------------|-------|-------|---------------|------------|
|               |           |       |               | 2010       | 2011E | 2012E | 2010       | 2011E | 2012E | 2010          | 2011E | 2012E | 2010           | 2011E | 2012E |               |            |
| 2011-08-18    |           |       |               | 2010       | 2011E | 2012E | 2010       | 2011E | 2012E | 2010          | 2011E | 2012E | 2010           | 2011E | 2012E | 10-12         | 10A        |
| A股高速公路上市公司    |           |       |               |            |       |       |            |       |       |               |       |       |                |       |       |               |            |
| 深高速*          | 600548.SH | 4.22  | 1,300         | 12.3       | 11.4  | 10.3  | 1.1        | 1.0   | 1.0   | 8.6           | 8.9   | 9.4   | 3.8            | 4.1   | 4.5   | 9%            | 1.1        |
| 皖通高速*         | 600012.SH | 4.63  | 1,151         | 9.8        | 8.3   | 7.1   | 1.3        | 1.2   | 1.1   | 13.6          | 14.7  | 15.5  | 4.5            | 5.1   | 5.7   | 17%           | 0.4        |
| 宁沪高速*         | 600377.SH | 5.56  | 4,401         | 11.3       | 10.1  | 9.2   | 1.6        | 1.5   | 1.4   | 14.1          | 14.9  | 15.6  | 6.5            | 7.2   | 8.0   | 11%           | 0.8        |
| 四川成渝*         | 601107.SH | 4.44  | 1,889         | 11.9       | 10.7  | 9.5   | 1.6        | 1.5   | 1.3   | 13.8          | 13.7  | 13.7  | 2.0            | 2.2   | 2.4   | 12%           | 0.8        |
| 楚天高速*         | 600035.SH | 4.23  | 617           | 9.9        | 8.8   | 7.8   | 1.3        | 1.2   | 1.0   | 13.4          | 13.4  | 13.9  | 1.9            | 2.1   | 2.4   | 13%           | 0.6        |
| 五洲交通*         | 600368.SH | 7.96  | 693           | 20.7       | 10.4  | 9.4   | 1.9        | 1.7   | 1.5   | 9.2           | 16.2  | 15.9  | 1.4            | 2.8   | 3.0   | 49%           | 0.2        |
| 山东高速*         | 600350.SH | 3.84  | 2,892         | 10.3       | 8.6   | 7.6   | 1.3        | 0.9   | 0.9   | 12.1          | 11.1  | 11.4  | 2.7            | 3.3   | 3.7   | 16%           | 0.5        |
| 赣粤高速*         | 600269.SH | 4.17  | 1,524         | 7.8        | 7.8   | 7.4   | 1.0        | 0.9   | 0.9   | 13.4          | 12.0  | 11.5  | 2.4            | 2.4   | 2.5   | 2%            | 3.2        |
| 现代投资*         | 000900.SZ | 16.19 | 1,011         | 8.7        | 8.1   | 10.2  | 1.6        | 1.4   | 1.3   | 17.9          | 17.6  | 12.9  | 5.1            | 5.6   | 4.4   | -7%           | n.m.       |
| 粤高速*          | 000429.SZ | 3.88  | 667           | 12.6       | 14.8  | 13.7  | 1.2        | 1.0   | 1.0   | 9.9           | 7.1   | 7.3   | 2.6            | 2.6   | 2.8   | -4%           | n.m.       |
| 福建高速          | 600033.SH | 2.96  | 1,271         | 15.4       | 10.6  | 11.7  | 1.2        | 0.7   | 0.7   | 7.8           | 6.6   | 5.8   | 3.4            | 3.7   | 3.7   | 15%           | 0.8        |
| 东莞控股          | 000828.SZ | 5.22  | 849           | 15.4       | 11.3  | 9.6   | 1.7        | 1.6   | 1.4   | 12.1          | 13.3  | 14.7  | 3.4            | n.a.  | n.a.  | 27%           | 0.4        |
| 中原高速          | 600020.SH | 2.97  | 995           | 12.1       | 9.2   | 5.0   | 1.0        | 0.9   | 0.8   | 8.7           | 10.0  | 15.9  | 3.4            | n.a.  | n.a.  | 55%           | 0.1        |
| 华北高速          | 000916.SZ | 3.49  | 595           | 15.9       | 13.8  | 10.8  | 1.0        | n.a.  | 0.8   | 6.3           | n.a.  | 7.4   | 2.3            | n.a.  | n.a.  | 21%           | 0.5        |
| A股高速公路平均      |           |       |               | 12.4       | 10.3  | 9.2   | 1.3        | 1.2   | 1.1   | 11.5          | 12.3  | 12.2  | 3.2            | 3.7   | 3.9   | 16%           | 0.6        |
| A股铁路上市公司      |           |       |               |            |       |       |            |       |       |               |       |       |                |       |       |               |            |
| 大秦铁路*         | 601006.SH | 7.47  | 17,381        | 10.7       | 8.1   | 7.3   | 2.0        | 1.7   | 1.6   | 18.5          | 18.5  | 18.4  | 4.7            | 6.2   | 6.8   | 21%           | 0.4        |
| 广深铁路*         | 601333.SH | 3.47  | 3,584         | 15.8       | 13.7  | 12.3  | 1.0        | 1.0   | 0.9   | 6.4           | 7.1   | 7.6   | 2.6            | 3.0   | 3.3   | 13%           | 0.9        |
| 铁龙物流*         | 600125.SH | 8.86  | 1,810         | 24.3       | 20.6  | 15.5  | 3.6        | 3.1   | 2.6   | 16.1          | 16.2  | 18.2  | 0.0            | 0.0   | 0.0   | 25%           | 0.6        |
| A股铁路平均        |           |       |               | 16.9       | 14.1  | 11.7  | 2.2        | 1.9   | 1.7   | 13.7          | 13.9  | 14.7  | 2.4            | 3.1   | 3.4   | 20%           | 0.6        |
| A股港口上市公司      |           |       |               |            |       |       |            |       |       |               |       |       |                |       |       |               |            |
| 上港*           | 600018.SH | 3.46  | 12,323        | 14.5       | 12.4  | 9.9   | 2.2        | 1.7   | 1.5   | 15.3          | 13.6  | 15.5  | 3.1            | 3.7   | 4.6   | 21%           | 0.5        |
| 深赤湾A*         | 000022.SZ | 12    | 1,097         | 13.0       | 13.7  | 13.0  | 2.3        | 2.1   | 2.0   | 17.7          | 15.5  | 15.1  | 3.9            | 3.6   | 3.8   | 0%            | n.m.       |
| 盐田港*          | 000088.SZ | 5.81  | 1,359         | 21.2       | 18.2  | 16.6  | 1.9        | 1.9   | 1.8   | 9.8           | 10.6  | 11.2  | 0.4            | 3.3   | 3.6   | 13%           | 1.3        |
| 宁波港*          | 601018.SH | 2.96  | 5,930         | 15.6       | 14.5  | 13.3  | 1.7        | 1.5   | 1.4   | 11.8          | 10.0  | 10.1  | 1.0            | 2.0   | 2.2   | 8%            | 1.6        |
| 天津港*          | 600717.SH | 7.07  | 1,853         | 14.7       | 11.8  | 9.6   | 1.1        | 1.1   | 1.0   | 7.7           | 9.1   | 10.2  | 1.4            | 2.2   | 2.7   | 24%           | 0.4        |
| 大连港*          | 601880.SH | 3.3   | 2,032         | 15.0       | 17.3  | 16.6  | 1.2        | 1.1   | 1.1   | 7.6           | 6.7   | 6.6   | 1.5            | 1.9   | 2.0   | -5%           | n.m.       |
| 连云港*          | 601008.SH | 8.36  | 817           | 48.2       | 40.1  | 34.2  | 3.0        | 2.2   | 2.0   | 6.2           | 5.5   | 6.1   | 0.0            | 0.5   | 0.6   | 19%           | 1.8        |
| 营口港*          | 600317.SH | 4.89  | 840           | 24.9       | 32.6  | 24.5  | 1.2        | 1.1   | 1.0   | 6.3           | 4.4   | 5.5   | 0.0            | 0.0   | 0.0   | 1%            | 27.6       |
| 锦州港*          | 600190.SH | 3.94  | 937           | 28.3       | 28.6  | 28.3  | 1.6        | 1.6   | 1.5   | 5.9           | 5.5   | 5.3   | 1.3            | 0.8   | 0.8   | 0%            | 240.7      |
| 唐山港*          | 601000.SH | 7.19  | 1,125         | 23.7       | 16.9  | 12.8  | 2.3        | 1.7   | 1.6   | 9.9           | 10.2  | 12.1  | 1.5            | 2.1   | 2.7   | 36%           | 0.4        |
| 日照港*          | 600017.SH | 3.55  | 1,462         | 22.1       | 17.4  | 14.8  | 1.7        | 1.2   | 1.1   | 8.8           | 7.9   | 8.7   | 0.0            | 2.0   | 2.4   | 22%           | 0.7        |
| A股港口平均        |           |       |               | 21.9       | 20.3  | 17.6  | 1.8        | 1.6   | 1.4   | 9.7           | 9.0   | 9.7   | 1.3            | 2.0   | 2.3   | 12%           | 1.5        |
| A股机场上市公司      |           |       |               |            |       |       |            |       |       |               |       |       |                |       |       |               |            |
| 上海机场*         | 600009.SH | 12.59 | 3,797         | 18.5       | 17.1  | 15.4  | 1.7        | 1.6   | 1.4   | 9.2           | 10.2  | 10.6  | 0.6            | 0.7   | 0.8   | 10%           | 1.6        |
| 白云机场*         | 600004.SH | 7.06  | 1,271         | 13.8       | 12.6  | 11.7  | 1.2        | 1.2   | 1.1   | 9.0           | 9.4   | 9.6   | 3.5            | 3.7   | 4.3   | 9%            | 1.3        |
| 深圳机场*         | 000089.SZ | 4.98  | 1,317         | 11.8       | 11.0  | 10.0  | 1.4        | 1.3   | 1.2   | 12.2          | 11.7  | 11.5  | 0.7            | 0.8   | 0.9   | 9%            | 1.2        |
| 厦门空港*         | 600897.SH | 13.83 | 645           | 14.7       | 13.5  | 12.3  | 2.6        | 2.2   | 1.9   | 17.6          | 16.3  | 15.4  | 0.0            | 0.0   | 0.0   | 9%            | 1.3        |
| A股机场平均        |           |       |               | 14.7       | 13.6  | 12.3  | 1.7        | 1.6   | 1.4   | 12.0          | 11.9  | 11.8  | 1.2            | 1.3   | 1.5   | 9%            | 1.4        |
| A股基础设施上市公司平均值 |           |       |               | 16.4       | 14.5  | 12.7  | 1.6        | 1.4   | 1.3   | 11.2          | 11.2  | 11.5  | 2.2            | 2.7   | 2.9   | 14%           | 0.9        |
| A股基础设施上市公司中值  |           |       |               | 14.7       | 12.5  | 11.2  | 1.6        | 1.4   | 1.2   | 9.9           | 10.6  | 11.5  | 2.1            | 2.4   | 2.7   | 14%           | 0.8        |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：\*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

图表 14: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及  
欧瑞蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号  
骏豪花园A6栋1层  
邮编: 410003  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8878-7090

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED