

铁路、公路投资增速持续提升；海外 承包工程新签合同额实现正增长

中性 维持评级

核心观点：

- **11月铁路建设投资增长64%，全年投资将超7000亿**
 1-11月，铁路部门完成基本建设投资6067亿元，同比增长35%。
 11月份，铁路基本建设完成投资963.32亿元，同比增长64.24%，
 环比增长19.66%。
 目前，铁路部门实际完成的基本建设投资与全年投资计划相比，
 仅存933亿元缺。我们认为，12月铁路建设投资在950亿-1200
 亿，全年投资有望超过7000亿。
- **公路、水运等交通投资增速持续提升，超过我们的预期**
 1-11月，交通运输部门完成固定资产投资11661.63亿元，同比增
 长18.82%，增速持续提升。
 其中，公路建设投资10395.83亿元，同比增长20.08%，超过我们
 的预期；内河建设投资280.93亿元，同比增长15.14%；沿海建设
 投资717.97亿元，同比增长8.89%。
- **对外承包工程新签合同额实现正增长**
 2010年1-11月，我国对外承包工程完成营业额742.5亿美元，同
 比增长14.6%；新签合同额1103.0亿美元，同比增长3.6%，增速
 持续回升。
 11月，我国对外承包工程完成营业额82.6亿美元，同比增长9.5%；
 新签合同额141.8亿美元，同比增长123%。从数据上看，海外承
 包工程市场缓慢回暖，但趋势已逐渐形成。
- **我们维持对行业中性的投资评级**
 目前，A股建筑行业2010-2012年的市盈率为17倍、13倍、10
 倍，略高于国际建筑行业估值水平的均值，我们维持对行业“中
 性”的投资评级。

分析师

洪亮

 邮箱: hongliang@chinastock.com.cn

电话: (8610) 6656 8750

执业证书编号: S0130200010385

郝飞飞

 邮箱: haofeifei@chinastock.com.cn

电话: (8610) 6656 8843

执业证书编号: S0130108073814

相关研究

需要关注的重点公司

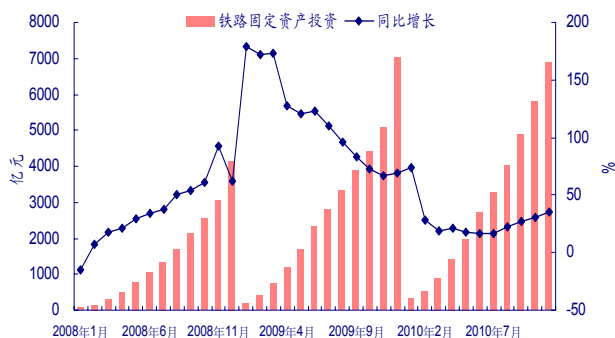
股票名称	股票代码	EPS (元)			PE (X)			10-12EPS	ROE2010
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	复合增长率	
中国中铁	601390	0.41	0.50	0.59	10	9	7	20%	11.4%
中国中冶	601618	0.29	0.37	0.44	13	11	9	23%	12.3%
中材国际	600970	1.71	2.12	2.64	21	17	14	24%	38.5%
葛洲坝	600068	0.47	0.58	0.77	24	19	15	28%	16.4%
东南网架	002135	0.39	0.51	0.72	42	32	23	36%	8.1%

资料来源: 中国银河证券研究部

一、11月铁路建设投资增长64%，全年投资将超7000亿

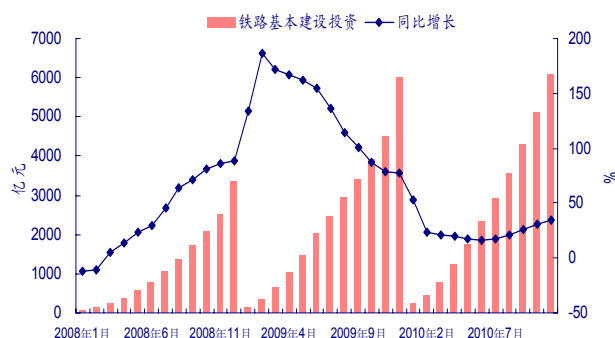
从2010年11月全国铁路主要指标完成情况来看，1-11月铁路部门完成固定资产投资6877.9亿元，同比增长35.6%；实现铁路基本建设投资6067亿元，同比增长35%。

图1：1-11月铁路固定资产投资增长35.6%



资料来源：铁道部 中国银河证券研究部整理

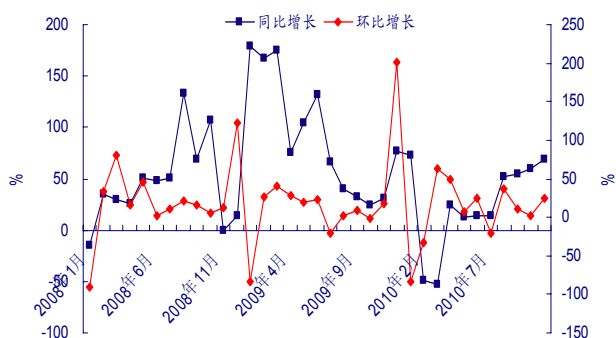
图2：1-11月铁路基本建设投资增长35%



资料来源：铁道部 中国银河证券研究部整理

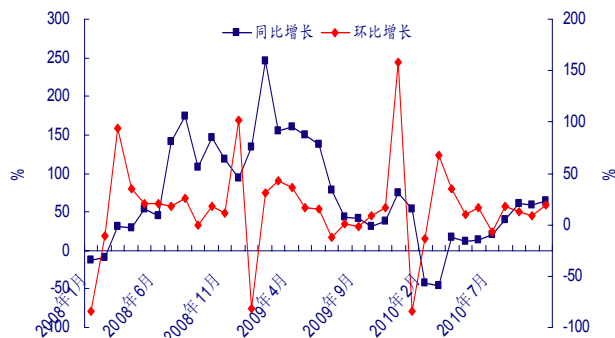
11月份，铁路部门完成固定资产投资1087.95亿元，同比增长68.79%，环比增长23.98%；铁路基本建设完成投资963.32亿元，同比增长64.24%，环比增长19.66%。

图3：11月铁路固定资产投资同比增长68.79%



资料来源：铁道部 中国银河证券研究部整理

图4：11月铁路基本建设投资同比增长64.24%



资料来源：铁道部 中国银河证券研究部整理

11月数据显示，无论同比，还是环比数据，铁路建设投资都明显加速。目前，铁路部门实际完成的基本建设投资与全年投资计划相比，仅存933亿元缺。

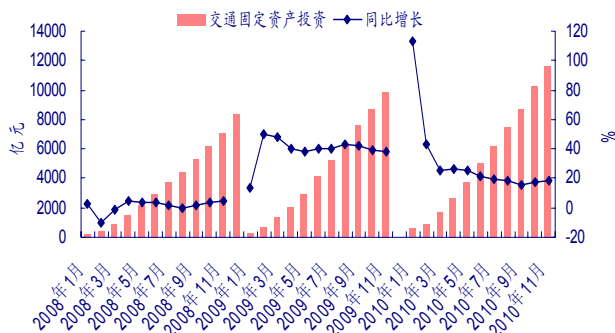
历史经验显示，12月是铁路投资额最大的月份，我们认为12月铁路基本建设投资在950亿-1200亿，完成全年目标没问题，很有可能超过7000亿。

二、交通固定资产投资增速持续提升，全年投资超预期

1-11月，交通运输部门完成固定资产投资11661.63亿元，同比增长18.82%，增速持续提升；其中，东部完成投资4412.22亿元，同比增长9.1%；中部完成投资3155.33亿元，同比增长17.95%；西部完成投资4094.07亿元，同比增长32.27%。

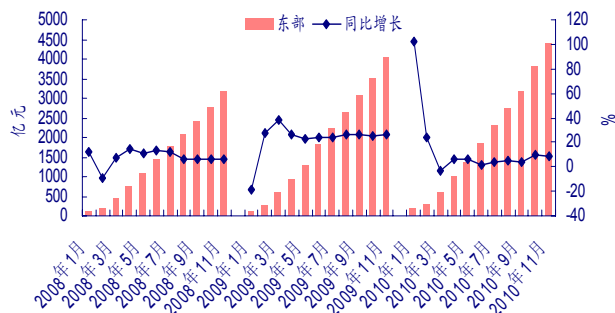
交通投资数据显示，10月和11月公路、水运等交通投资增速没有延续年初以来的下降趋势，同比有所提升，这显示出建筑行业的“四季度加速效应”（年底投资加速、建设加快）。

图 5：1-11 月交通固定资产投资增长 18.82%



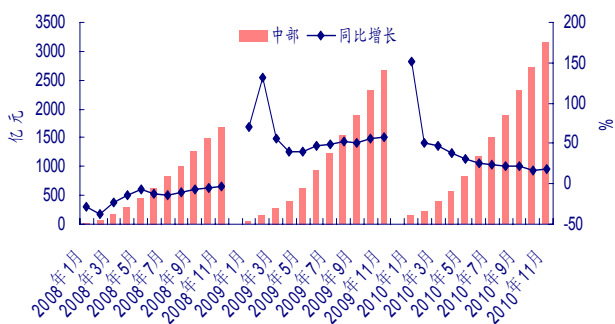
资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 6：1-11 月东部交通固定资产投资增长 9.1%



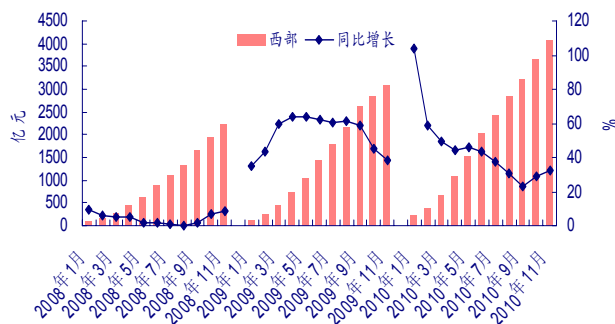
资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 7：1-11 月中部交通固定资产投资增长 17.95 %



资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 8：1-11 月西部交通固定资产投资增长 32.27%



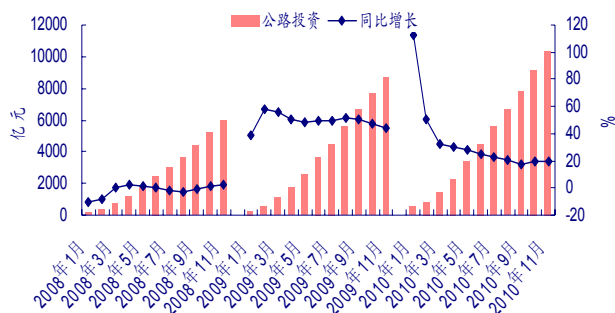
资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

（一）公路建设增长 20.08%，

1-11 月，交通运输部门完成公路建设投资 10395.83 亿元，同比增长 20.08%；其中，东部完成投资 3478.72 亿元，同比增长 9.96%；中部完成投资 3000.87 亿元，同比增长 17.27%；西部完成投资 3916.25 亿元，同比增长 33.43 %；公路投资增速略有提高。

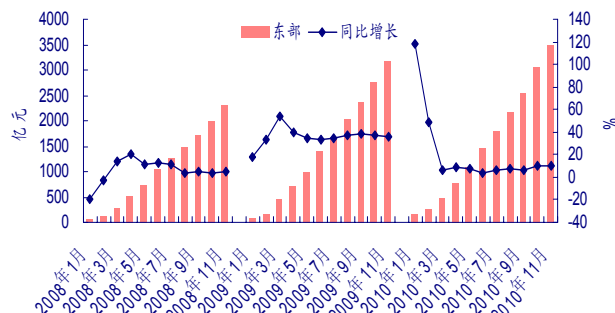
2010 年以来，公路建设投资增长逐月下降；10 月份以来，东、中、西公路建设投资增速均呈回落趋势。公路建设投资占交通固定资产投资的 85% 以上，决定着交通投资的走向。就最近两个月的公路投资数据来看，投资增速超过我们预期。

图 9: 1-11 月公路建设投资增长 20.08%



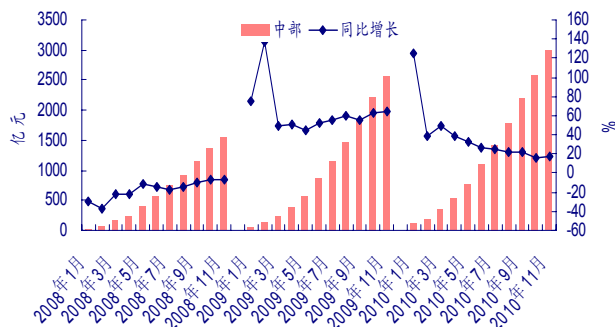
资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 10: 1-11 月东部公路建设投资增长 9.96%



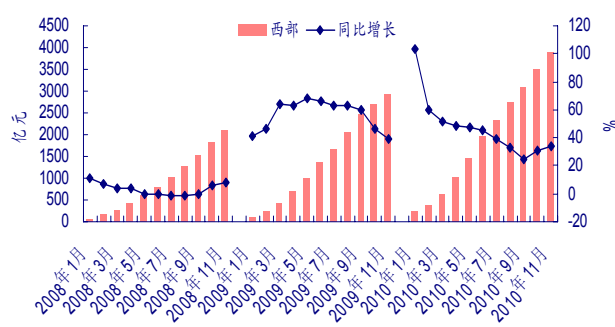
资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 11: 1-11 月中部公路建设投资增长 17.27%



资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 12: 1-11 月西部公路建设投资增长 33.43%

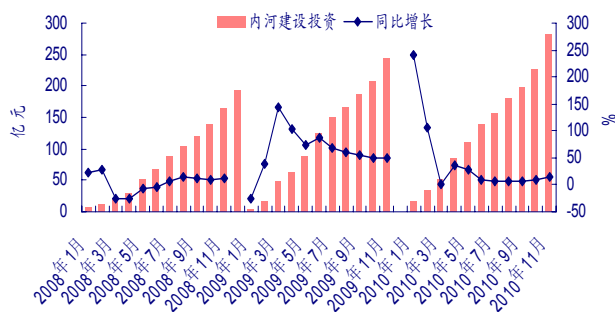


资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

（二）内河建设增长 15.14 %

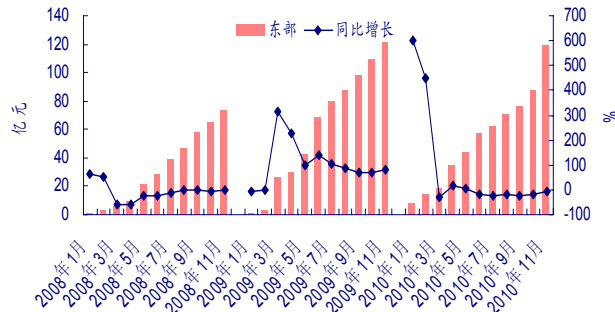
1-11 月，交通运输部门完成内河建设投资 280.93 亿元，同比增长 15.14 %；其中，东部完成投资 119.99 亿元，同比下降 8.49%；中部完成投资 79.37 亿元，同比增长 34.26 %；西部完成投资 81.57 亿元，同比增长 51.78%。

图 13: 1-11 月内河建设投资增长 15.14%



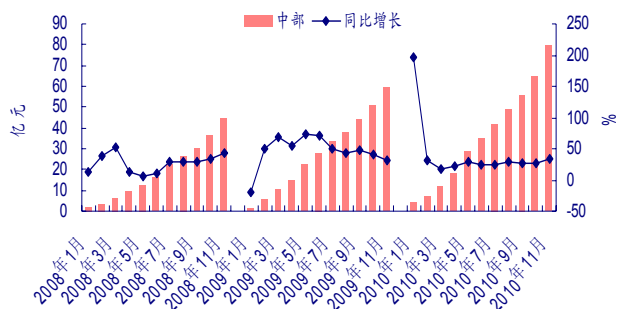
资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 14: 1-11 月东部内河建设投资下降 8.49%



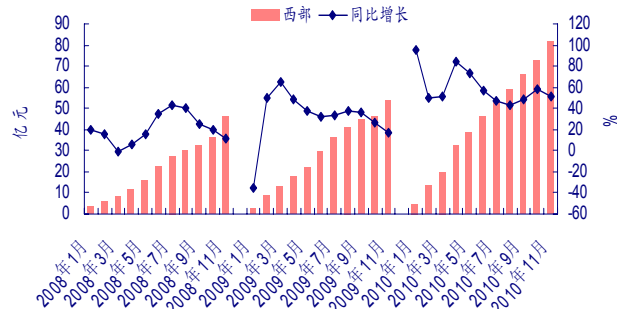
资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 15: 1-11 月中部内河建设投资增长 34.26 %



资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 16: 1-11 月西部内河建设投资增长 51.78 %

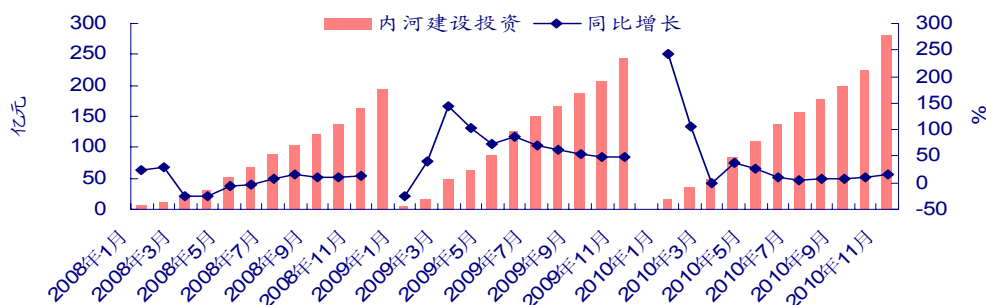


资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

（三）沿海建设增长 8.89%

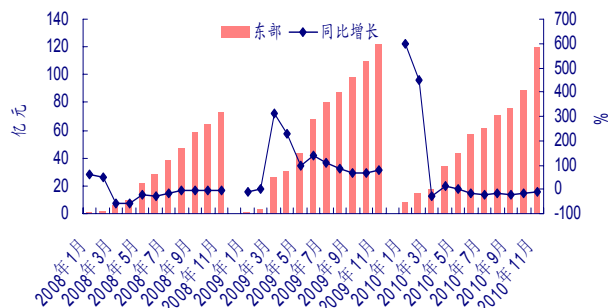
1-11 月，交通运输部门完成沿海建设投资 717.97 亿元，同比增长 8.89 %；其中，东部完成投资 669.25 亿元，同比增长 6.76 %；西部完成投资 48.72 亿元，同比增长 50.24%。

图 17: 1-11 月沿海建设投资增长 8.89%



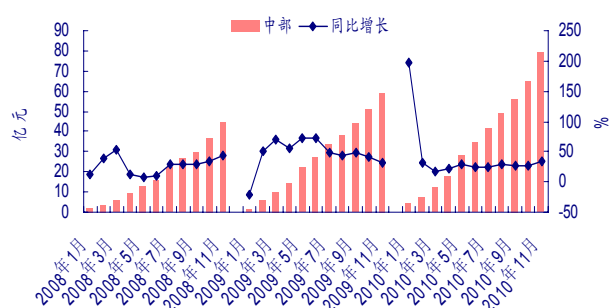
资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 18: 1-11 月东部沿海建设投资增长 6.76%



资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 19: 1-11 月西部沿海建设投资增长 50.24%

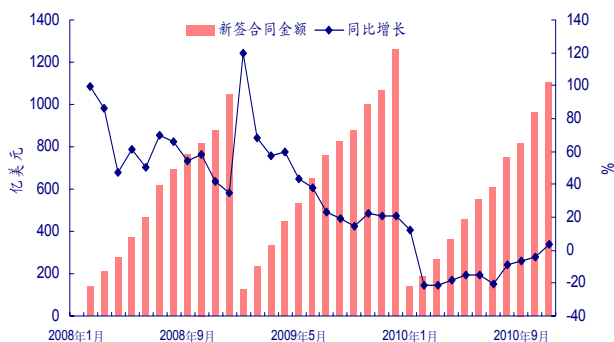


资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

三、对外承包工程新签合同额实现正增长

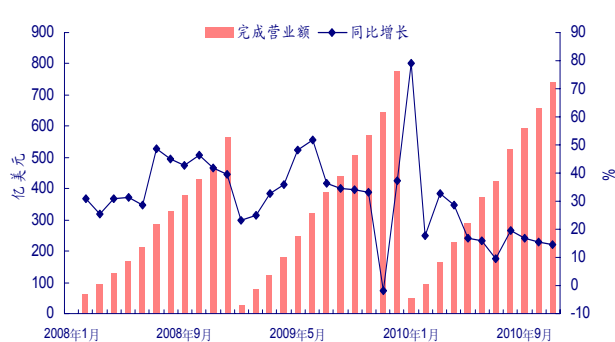
2010年1-11月，我国对外承包工程完成营业额742.5亿美元，同比增长14.6%；新签合同额1103.0亿美元，同比增长3.6%，增速持续回升。

图 20：1-11 月对外承包工程新签合同额增长 3.6%



资料来源：商务部 中国银河证券研究部整理

图 21：1-11 月对外承包工程完成营业额增长 14.6%

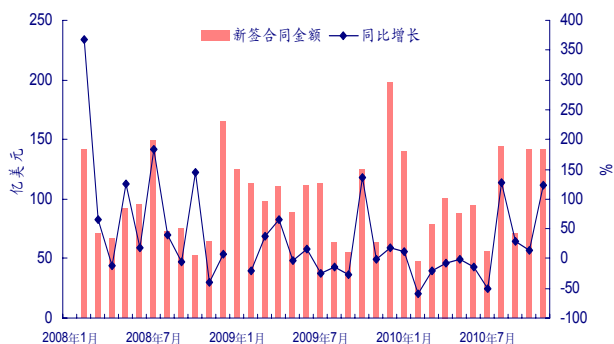


资料来源：商务部 中国银河证券研究部整理

截至2010年11月底，我国对外承包工程累计完成营业额4177亿美元，签订合同额6753亿美元。

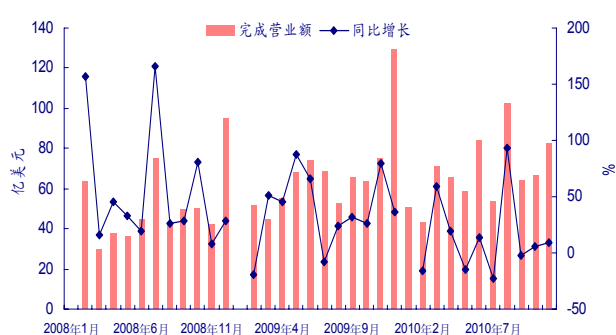
11月，我国对外承包工程完成营业额82.6亿美元，同比增长9.5%；新签合同额141.8亿美元，同比增长123%。从数据上看，海外承包工程市场缓慢回暖，但趋势已逐渐形成。

图 22：11 月我国对外承包工程新签合同额增长 123%



资料来源：商务部 中国银河证券研究部整理

图 23：11 月我国对外承包工程完成营业额增长 9.5%



资料来源：商务部 中国银河证券研究部整理

根据“十二五”规划的建议，未来五年我国将加快实施“走出去”战略，提高综合统筹能力，完善跨部门协调机制，加强实施“走出去”战略的宏观指导和服务，维护我国海外权益，防范各类风险。

四、我们维持对行业中性的投资评级

目前，A股建筑行业2010-2012年的市盈率为17倍、13倍、10倍，略高于国际建筑行业估值水平的均值。结合行业估值水平和行业景气状况，我们维持对行业“中性”的投资评级。

表 1: 海外建筑公司估值水平 (包括港股)

代码	名称	收盘价	EPS			PE			PB	ROE	ROA
			2010	2011	2012	2010	2011	2012			
FLR US	福陆	52.05	3.06	3.32	3.65	17.13	15.68	14.26	2.65	15.50	10.06
JEC US	雅克布	40.33	2.41	2.59	2.83	16.47	15.55	14.28	1.77	10.20	8.12
FWLT US	福斯特惠勒	24.52	2.08	2.35	2.68	11.82	10.42	9.17	3.49	28.86	11.18
AVERAGE		38.97	2.51	2.76	3.05	15.14	13.88	12.57	2.64	18.19	9.78
DG FP	万喜	37.43	3.17	3.32	3.64	11.77	11.27	10.28	1.76	16.21	3.28
EN FP	布伊格	31.62	3.29	3.55	4.04	9.58	8.91	7.83	1.29	12.98	3.38
HOT GR	豪赫蒂夫	64.40	3.30	3.84	4.55	19.30	16.78	14.15	1.85	10.21	1.75
GBF GR	贝尔芬格伯格	52.50	5.27	5.43	6.44	10.08	9.67	8.15	1.48	14.19	3.09
SKAB SS	斯堪雅	128.10	8.17	8.06	9.03	15.55	15.90	14.19	2.91	17.31	5.86
AVERAGE		81.67	5.58	5.78	6.67	14.98	14.12	12.16	2.08	13.90	3.57
1812 JP	鹿岛建设	199.00	12.10	14.76	16.38	16.52	13.49	12.15	0.79	4.62	0.85
1802 JP	大林组	350.00	26.66	25.43	26.67	12.98	13.76	13.13	0.74	5.86	1.45
1803 JP	清水建设	329.00	14.56	18.39	19.52	22.67	17.89	16.85	0.85	3.70	1.00
1801 JP	大成建设	186.00	10.10	13.00	14.30	18.01	14.31	13.01	0.71	3.97	1.30
AVERAGE		288.33	17.11	18.94	20.16	17.89	15.32	14.33	0.76	4.51	1.25
000720 KS	现代工程	71700	5571.90	6114.14	7269	13.44	11.73	9.86	2.66	15.87	6.46
028050 KS	三星工程	162000	8384.61	11386.06	13875	19.38	14.23	11.68	7.95	33.14	11.62
AVERAGE		77996.11	4657.87	5839.72	7054.72	16.90	13.76	11.96	3.79	17.84	6.44
IJM MK	怡保工程	5.26	0.29	0.34	0.38	17.89	15.38	13.84	1.42	7.91	3.79
GMRI IN	GMR 建筑公司	58.95	0.59	1.07	2.49	99.66	55.30	23.67	3.24	2.63	1.35
AVERAGE		26020.11	1552.92	1947.04	2352.53	44.82	28.15	16.49	2.82	9.46	3.86
1800 HK	中国交通建设	7.34	0.56	0.66	0.72	11.22	11.19	10.19	1.74	14.04	3.23
1186 HK	中国中铁	10.16	0.65	0.79	0.92	13.42	12.80	11.10	1.99	14.27	2.84
390 HK	中国铁建	5.82	0.39	0.47	0.53	12.82	12.46	11.09	1.71	12.73	2.64
3311 HK	中国建筑	5.71	0.30	0.42	0.50	18.91	13.60	11.42	3.70	19.91	6.39
AVERAGE		7.23	0.45	0.56	0.65	15.05	12.95	11.20	2.47	15.64	3.96

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部整理

表 2: A 股建筑工程类上市公司估值水平

名称	代码	前收盘价	EPS			PE			PB	ROE	ROA
			2010	2011	2012	2010	2011	2012			
细分行业\公司											
专业建设											
中材国际	600970	35.07	1.67	2.15	2.72	20.96	16.30	12.90	9.43	38.88	7.70
东华科技	002140	38.40	0.69	0.97	1.35	55.49	39.61	28.52	13.81	22.03	8.08
中国海诚	002116	23.69	0.64	0.75	0.87	37.02	31.59	27.23	5.76	16.51	4.52
均值		32.39	1.00	1.29	1.64	37.82	29.17	22.88	9.67	25.81	6.77
钢结构											
东南网架	002135	12.99	0.36	0.46	0.63	35.83	28.55	20.54	2.61	5.12	1.76
精工钢构	600496	13.36	0.62	0.77	0.97	21.47	17.24	13.84	3.42	14.86	5.44
杭萧钢构	600477	7.77	0.30	0.35	0.40	26.32	22.23	19.24	3.95	15.23	3.92
雅致股份	002314	18.30	0.64	0.81	0.77	28.50	22.61	23.77	2.80	9.60	7.76
均值		13.11	0.48	0.60	0.69	28.03	22.66	19.35	3.19	11.20	4.72
水电建设											
粤水电	002060	9.03	0.40	0.66	0.68	22.32	13.77	13.34	2.09	7.90	2.30
安徽水利	600502	10.07	0.20	0.92	0.90	50.35	10.89	11.23	3.27	15.28	3.11
葛洲坝	600068	9.65	0.47	0.62	0.80	20.37	15.69	12.11	3.43	16.96	3.82
均值		9.58	0.36	0.73	0.79	31.01	13.45	12.23	2.93	13.38	3.08
国际承包											
中工国际	002051	59.24	1.62	2.03	2.39	36.48	29.12	24.76	8.58	18.30	7.55
北方国际	000065	24.85	0.18	0.72	0.81	138.06	34.53	30.68	8.97	11.97	2.75
均值		42.05	0.90	1.38	1.60	87.27	31.83	27.72	8.78	15.13	5.15
路、桥、隧建设											
路桥建设	600263	11.96	0.41	0.70	0.82	29.17	17.21	14.64	2.47	7.23	2.56
浦东建设	600284	14.87	0.79	0.97	1.02	18.87	15.29	14.58	2.10	10.07	1.89
腾达建设	600521	18.04	0.37	0.51	0.69	48.97	35.54	26.10	6.49	12.20	7.50
隧道股份	600820	11.37	0.63	0.76	0.89	17.95	15.04	12.76	1.99	10.88	2.33
四川路桥	600039	8.70	0.08	0.29	0.37	108.75	30.05	23.51	3.29	9.24	1.57
西藏天路	600326	17.12	0.26	0.37	0.38	67.11	46.36	45.42	9.02	12.34	4.87
北新路桥	002307	25.30	0.44	0.64	0.88	57.74	39.41	28.59	6.52	9.97	4.23
龙建股份	600853	4.84	0.09	0.17	0.27	53.96	27.98	17.97	3.34	4.10	1.23
新疆城建	600545	11.90	0.31	0.39	0.42	38.45	30.65	28.33	4.97	12.83	5.62
均值		13.79	0.37	0.53	0.64	49.00	28.61	23.55	4.47	9.87	3.53
均值（剔除区域振兴板块）		14.06	0.55	0.73	0.85	28.74	20.77	17.02	3.26	10.09	3.57
均值（区域振兴板块）		13.57	0.23	0.37	0.46	65.20	34.89	28.77	5.43	9.70	3.50
建筑+地产											
上海建工	600170	13.59	0.65	0.85	1.14	20.84	15.92	11.87	1.89	11.82	2.20

名称	代码	前收盘价	EPS			PE			PB	ROE	ROA
			2010	2011	2012	2010	2011	2012			
宏润建设	002062	14.86	0.80	1.00	1.20	18.52	14.79	12.42	3.98	19.67	5.31
龙元建设	600491	14.38	0.55	0.95	1.76	25.96	15.11	8.17	2.85	10.55	2.50
中铁二局	600528	9.96	0.71	0.88	1.09	14.07	11.33	9.14	3.15	20.33	3.10
均值		13.20	0.68	0.92	1.30	19.85	14.29	10.40	2.97	15.59	3.28
大型综合											
中国中铁	601390	4.77	0.40	0.51	0.63	11.79	9.44	7.53	1.56	12.19	2.51
中国铁建	601186	7.54	0.58	0.84	1.11	13.06	8.98	6.82	1.76	13.18	2.51
中国建筑	601668	3.65	0.26	0.33	0.41	14.02	11.08	8.95	1.48	10.56	2.67
中国中冶	601618	4.57	0.28	0.34	0.41	16.39	13.45	11.14	2.05	12.09	2.15
中国化学	601117	4.99	0.28	0.35	0.43	17.91	14.19	11.64	2.02	11.31	4.11
均值		5.10	0.36	0.47	0.60	14.63	11.43	9.22	1.77	11.86	2.79
建筑装饰											
金螳螂	002081	57.20	1.10	1.58	2.12	52.03	36.10	27.04	17.47	30.75	10.21
洪涛股份	002325	37.45	0.76	1.10	1.47	49.50	34.03	25.54	5.19	10.32	7.32
亚厦股份	002375	79.50	1.27	2.04	3.03	62.59	38.95	26.24	7.26	17.00	8.30
均值		58.05	1.04	1.58	2.20	54.71	36.36	26.27	9.97	19.36	8.61
园林建设											
东方园林	002310	115.36	1.56	2.76	3.95	73.84	41.83	29.24	14.32	19.45	13.21
建筑行业均值（算术平均）		22.19	0.60	0.87	1.11	38.96	23.67	18.99	5.10	14.14	4.61
建筑行业均值（整体法）			0.40	0.52	0.66	16.63	12.84	10	2.3	10.83	2.94

资料来源：万得资讯，中国银河证券研究部整理

五、重点关注的公司

中国中铁：业绩稳定增长，估值优势明显

关键指标预测

投资评级 谨慎推荐

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	234619.28	346367.96	442199.16	549174.79	648496.46
EBITDA（百万元）	10295.80	13173.94	16462.84	19811.48	22932.36
净利润（百万元）	1115.19	6886.95	8750.86	10671.24	12597.96
摊薄 EPS（元）	0.05	0.32	0.41	0.50	0.59
PE（X）	99.70	16.14	12.71	10.42	8.83
EV/EBITDA（X）	11.73	8.98	7.59	5.86	4.34
PB（X）	1.82	1.68	1.45	1.25	1.08
ROIC	4.28%	5.89%	6.28%	7.15%	8.04%
总资产周转率	1.00	1.23	1.29	1.33	1.33

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测：

基建建设占公司营业收入的 85%以上，铁路建设收入占公司基建建设收入的 50%。

2011 年铁路部门将完成建设投资 8000 亿元，同比增长 14.3%。在不考虑路网规划调整的前提下，预计 2012-2013 年铁路建设投资年均增长为 5%。公司占铁路建设市场份额的 45%

我们与市场不同的观点：

市场认为，中国中铁管理效率不高；非基建业务占比仅为 10%，多元化业务发展对公司业绩的贡献很有限。

我们认为，庞大的在手合同规模为公司收入增长打下了坚实的基础；公司多元化业务虽然多处于培育期，但其对业绩的贡献将逐步加大，特别是公司的房地产开发业务与矿产开发业务将逐步进入回报期，与公司现有的基建主业相结合，更利于公司长期平衡发展。

公司估值与投资建议：

DCF 估价模型显示，在 WACC = 10.16%，G = 1%的假设条件下，公司合理价值为 5.54 元。2010-2012 年，公司 EPS 为 0.41 元、0.50 元、0.59 元，对应市盈率为 13.5 倍、11.1 倍、9.4 倍；未来 3 年公司 EPS 复合增长率为 20%，增长明确。我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂：

铁道部概算调整超预期，使公司毛利率提高。

风险因素：

（1）投资增速放缓，不利于公司收入增长。（2）原材料价格波动风险。（3）海外承包工程面临的违约风险和汇率风险。

表 3: 中国中铁 (601390) 公司财务预测

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	51605.8	65883.8	81822.2	96620.3	营业收入	346368.0	442199.2	549174.8	648496.5
应收票据	765.1	976.7	1213.0	1432.4	营业成本	314547.3	401547.7	498408.5	588369.9
应收账款	65998.9	96920.4	120367.1	142136.2	营业税金及附加	11009.2	13771.2	17102.7	20195.8
预付款项	17664.1	23277.8	28750.3	35210.6	销售费用	1150.1	1459.3	1812.3	2140.0
其他应收款	17911.7	22867.4	28399.5	33535.7	管理费用	10914.0	13929.3	17299.0	20427.6
存货	82356.0	105134.8	130495.2	154049.3	财务费用	559.3	587.3	704.7	845.7
其他流动资产	75.0	139.4	211.2	277.9	资产减值损失	475.4	479.6	494.0	494.0
长期股权投资	7908.7	7908.7	7908.7	7908.7	公允价值变动收益	33.3	25.0	25.0	25.0
固定资产	25634.5	17006.2	19322.1	21707.1	投资收益	287.4	819.0	485.0	430.0
在建工程	2917.5	4265.1	4967.0	5346.2	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	627.7	627.7	627.7	627.7	营业利润	8033.2	11268.8	13863.5	16478.4
无形资产	26030.0	23427.0	20824.0	18221.0	营业外收支净额	611.3	618.9	618.9	618.9
长期待摊费用	51.2	46.1	40.9	35.8	税前利润	8644.5	11887.7	14482.4	17097.3
资产总计	311781.1	374917.5	452503.9	525702.4	减: 所得税	1236.4	1700.2	2061.0	2433.1
短期借款	20771.6	40159.1	45529.7	41695.5	净利润	7408.2	10187.5	12421.5	14664.2
应付票据	5460.9	6971.3	8653.0	10214.8	归属于母公司的净利润	6887.0	8750.9	10671.2	12598.0
应付账款	89041.1	112111.8	139155.3	164272.4	少数股东损益	521.2	1436.7	1750.2	2066.2
预收款项	56773.4	78662.9	105848.0	137949.6	基本每股收益	0.32	0.41	0.50	0.59
应付职工薪酬	1731.4	1731.4	1731.4	1731.4	稀释每股收益	0.32	0.41	0.50	0.59
应交税费	5478.6	5478.6	5478.6	5478.6	财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	18900.5	18900.5	18900.5	18900.5	成长性				
其他流动负债	3813.0	7083.0	10733.1	14122.2	营收增长率	47.6%	27.7%	24.2%	18.1%
长期借款	27151.2	27151.2	27151.2	27151.2	EBIT 增长率	22.8%	31.4%	26.6%	19.3%
预计负债	83.0	83.0	83.0	83.0	净利润增长率	517.6%	27.1%	21.9%	18.1%
负债合计	245421.8	312169.8	377416.6	436045.3	盈利性				
股东权益合计	66359.3	76430.2	88794.8	103389.6	销售毛利率	9.2%	9.2%	9.2%	9.3%
现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
净利润	7408	10188	12421	14664	ROE	10.4%	11.4%	12.0%	12.2%
折旧与摊销	4427	4971	5259	5569	ROIC	5.89%	6.28%	7.15%	8.04%
经营活动现金流	18861	-332	16513	24843	估值倍数				
投资活动现金流	-16385	-4057	-5184	-5296	PE	16.1	12.7	10.4	8.8
融资活动现金流	-738	18666	4609	-4749	P/S	0.3	0.3	0.2	0.2
现金净变动	1739	14278	15938	14798	P/B	1.7	1.5	1.3	1.1
期初现金余额	49376	51606	65884	81822	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
期末现金余额	51115	65884	81822	96620	EV/EBITDA	9.0	7.6	5.9	4.3

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908