



# 宝钢股份

## 短期利润的“瑕”不掩现金流的“瑜”

### 业绩回顾

#### 2014上半年业绩略低于预期

宝钢股份上半年实现营业总收入976亿元，同比增长1.6%，归属于母公司股东净利润31.5亿元，同比下滑14.8%，每股收益0.19元，略低于预期（我们预期0.21元）。其中2Q收入509亿元，同比增长2.2%，净利润16.4亿元，每股收益0.10元，同比下滑20.8%。

**钢材销量小幅上升，接近满产；钢价跌幅小于行业，溢价扩大。**上半年钢材销量1121万吨，同比增长1.2%，其中2Q568万吨，环比提高2.6%，产能利用率接近97%，基本满产。2Q钢价环比仅跌0.9%，远好于行业趋势，与市场价差继续扩大，溢价能力持续提升。**2Q吨毛利环比改善，幅度较小因成本结算滞后。**2Q吨毛利环比提升6元至539元/吨，因公司库存高于行业平均水平，低价铁矿石结算较慢，环比改善幅度不大。**费用拖累上半年利润表现。**上半年销售和管理费用增加17%，其中非现金费用比例提高，可能是折旧摊销费增加；此外人民币贬值致美元借款发生汇兑损失2.7亿元（13年同期为汇兑收益4.7亿元），随着下半年人民币升值，费用压力有望缓解。**2Q吨净利290元/吨，环比提高6.1%，3Q有望继续回升。**

**现金流大幅提升显示良好的经营质量。**上半年经营现金净流入143亿元，同比增长118%，大幅超出净利润增幅，主要是存货大幅减少，而经营应付款项大幅增加，经营质量提高。资本支出接近100亿元，同比基本持平，回收资产处置款后投资现金净流出33亿元。**净负债率较期初下降5个百分点至37%。**

#### 发展趋势

公司三季度钢材出厂价维持平稳，铁矿石结算成本降低，经营利润环比将继续改善；下半年人民币升值将缓解费用压力。

#### 盈利预测调整

维持盈利，对应14/15年净利润72.7/82.5亿元，增速24.9%/13.5%。

#### 估值与建议

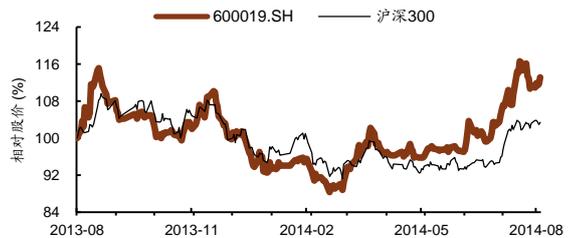
当前股价下公司对应14/15年P/E为10.3x/9.1x，P/B仅0.65x，较国际一流钢企折价50%以上，吨钢市值US\$554，折价30%以上；扎实的现金流表现显示业绩无忧；3Q业绩将继续改善，吸引更多投资者的关注。逐渐临近10月沪港通启动，我们继续看好公司的估值修复。**上调目标价5.8%至5.5元，对应0.8xPB，维持“推荐”。**

#### 风险

宏观经济大幅下滑，国内汽车市场景气度下滑。

### 维持推荐

股票代码	600019.SH
最新收盘价	人民币 4.56
目标价	人民币 5.50
52周最高价/最低价	人民币 4.81-3.54
总市值(亿)	人民币 751
30日日均成交额(百万)	人民币 171.56
发行股数(百万)	16,472
其中：自由流通股(%)	20
30日日均成交量(百万股)	38.13
主营行业	钢铁



(人民币 mn)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	191,135	189,688	189,831	193,837
增速	-14.1%	-0.8%	0.1%	2.1%
净利润	10,090	5,818	7,269	8,251
增速	37.1%	-42.3%	24.9%	13.5%
每股净利润	0.61	0.35	0.44	0.50
每股净资产	6.72	6.71	7.05	7.33
每股股利	0.14	0.10	0.22	0.25
每股经营现金流	1.35	0.73	0.87	0.91
市盈率	7.4	12.9	10.3	9.1
市净率	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.1	7.2	6.2	5.9
股息收益率	3.0%	2.2%	4.8%	5.5%
平均总资产收益率	4.5%	2.6%	3.1%	3.4%
平均净资产收益率	9.3%	5.3%	6.4%	7.0%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

#### 柴伟

分析员  
wei.chai@cicc.com.cn  
SAC 执业证书编号  
S0080513110003

#### 丁玥

分析员  
yue.ding@cicc.com.cn  
SAC 执业证书编号  
S0080511080001



## 财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	191,135	189,688	189,831	193,837	营业收入	-14.1%	-0.8%	0.1%	2.1%
营业成本	176,885	171,718	169,189	171,985	营业利润	-64.8%	147.2%	27.7%	13.4%
营业税金及附加	308	414	437	446	EBITDA	10.4%	-27.6%	19.9%	7.9%
营业费用	1,928	1,963	2,658	2,714	净利润	37.1%	-42.3%	24.9%	13.5%
管理费用	7,444	6,881	7,403	7,397	<b>盈利能力</b>				
财务费用	489	-544	98	-62	毛利率	7.5%	9.5%	10.9%	11.3%
其他	-973	-1,573	-234	-225	营业利润率	1.6%	4.1%	5.2%	5.7%
营业利润	3,108	7,684	9,812	11,132	EBITDA 利润率	12.8%	9.4%	11.2%	11.9%
营业外收支	9,555	326	290	335	净利润率	5.3%	3.1%	3.8%	4.3%
利润总额	12,664	8,010	10,102	11,467	<b>偿债能力</b>				
所得税	2,708	1,969	2,546	2,890	流动比率	0.83	0.82	0.87	0.91
净利润	9,955	6,040	7,556	8,577	速动比率	0.48	0.50	0.52	0.56
少数股东损益	-134	222	287	326	现金比率	0.10	0.14	0.14	0.15
归属母公司净利润	10,090	5,818	7,269	8,251	资产负债率	45.7%	47.0%	46.8%	46.2%
EBITDA	24,556	17,782	21,327	23,002	净债务资本比率	29.5%	22.7%	22.3%	22.5%
<b>资产负债表</b>					<b>回报率分析</b>				
货币资金	8,851	12,881	13,182	13,630	总资产收益率	4.5%	2.6%	3.1%	3.4%
应收账款及票据	20,962	23,422	25,884	25,805	净资产收益率	9.3%	5.3%	6.4%	7.0%
预付款项	3,716	3,064	3,704	5,116	<b>每股指标(全面摊薄)</b>				
存货	28,872	31,087	33,122	33,026	每股净利润	0.61	0.35	0.44	0.50
其他流动资产	7,339	7,603	7,347	7,378	每股净资产	6.72	6.71	7.05	7.33
流动资产合计	69,741	78,056	83,239	84,955	每股股利	0.14	0.10	0.22	0.25
固定资产及在建工程	94,946	101,624	111,513	120,874	每股经营现金流	1.35	0.73	0.87	0.91
无形资产及其他长期资产	56,188	46,988	42,144	37,317	<b>估值分析</b>				
非流动资产合计	151,135	148,612	153,657	158,191	市盈率	7.4	12.9	10.3	9.1
资产合计	220,876	226,668	236,896	243,146	市净率	0.7	0.7	0.6	0.6
短期借款	31,647	34,471	34,471	34,471	EV/EBITDA	5.1	7.2	6.2	5.9
应付账款	22,153	20,605	21,524	19,919	股息收益率	3.0%	2.2%	4.8%	5.5%
其他流动负债	30,587	39,558	39,908	38,998					
流动负债合计	84,388	94,634	95,902	93,387					
应付长期债券	9,836	3,503	4,554	6,375					
非流动负债合计	16,528	11,968	15,019	18,841					
负债合计	100,916	106,602	110,921	112,228					
股东权益合计	110,766	110,512	116,134	120,751					
少数股东权益	9,193	9,554	9,841	10,167					
负债及股东权益合计	220,876	226,668	236,896	243,146					
<b>现金流量表</b>									
净利润	9,955	6,040	7,556	8,577					
折旧和摊销	11,404	10,316	11,127	11,596					
营运资本变动	8,850	-5,555	-4,114	-4,783					
其他	-8,023	1,289	-222	-402					
经营活动现金流	22,186	12,090	14,347	14,989					
投资活动现金流入	31,890	11,878	5,820	5,840					
投资活动现金流出	-28,479	-20,595	-21,672	-21,630					
投资活动现金流	3,410	-8,717	-15,852	-15,790					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-22,963	5,936	3,551	4,821					
其他	-8,246	-5,337	-1,745	-3,573					
筹资活动现金流	-31,209	599	1,805	1,248					
汇率变动对现金的影响	-59	-6	0	0					
现金净增加额	-5,672	3,967	301	447					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

宝钢是国有世界级钢铁联合企业，于2000年上市。公司专业生产高技术含量、高附加值的钢铁产品，包括冷热轧汽车用钢、家电用钢、造船用钢、油气开采和输送用钢管、电工用钢等；公司是全球唯一能同时供应一二三代汽车钢的企业，汽车板国内市场占有率超过50%，通过材料服务的综合模式产品价格相对国内和进口均有溢价优势，具有短期难被超越的护城河；无论在产品品质还是吨钢经营指标上均为全球领先。公司拥有上海、梅山和湛江(2016年投产)三大基地，粗钢产能2300万吨(湛江投产后达3200万吨)。公司负债率低，分红比例超过50%，现金流稳健；已完成首次管理层股权激励。

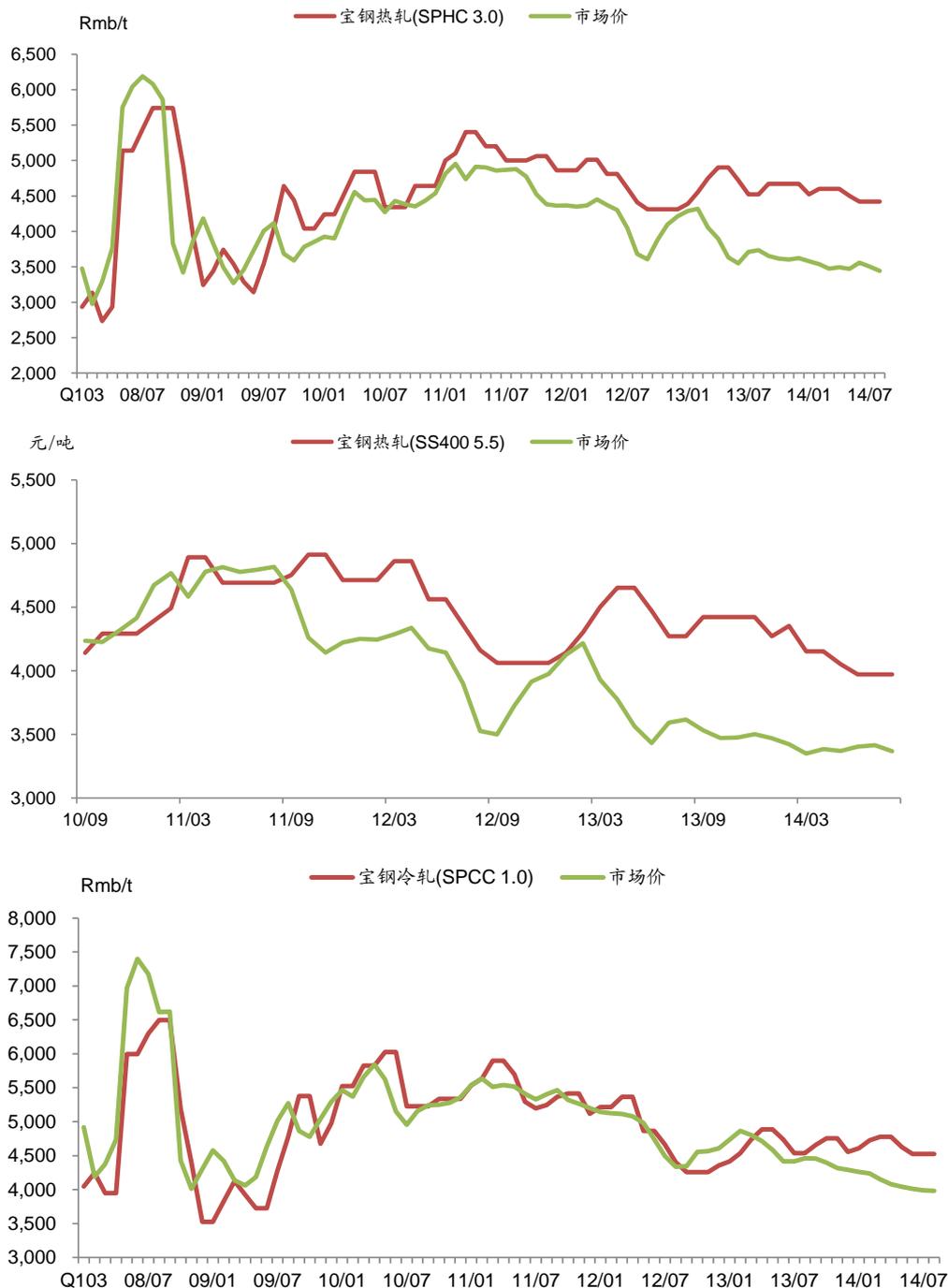


图表 1: 分产品经营表现

分产品	营业收入 百万元	营业成本 百万元	毛利率(%)	营业收入比上年 同期增减(%)	营业成本比上年 同期增减(%)	毛利率比上年 同期增减
冷轧碳钢板卷	27,288	23,317	14.6%	5.2%	4.6%	+0.5 ppt
热轧碳钢板卷	15,475	13,166	14.9%	-3.3%	-3.4%	+0.2 ppt
宽厚板	2,629	2,903	-10.5%	1.7%	10.1%	-8.4 ppt
钢管产品	4,602	4,663	-1.3%	-12.0%	-3.0%	-9.3 ppt
其他钢铁产品	2,742	2,674	2.5%	-30.9%	-31.8%	+1.3 ppt
合计	52,735	46,725	11.4%	-1.8%	-1.2%	-0.6 ppt

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2: 宝钢产品价格与市场价差



资料来源：公司资料，钢之家，中金公司研究部

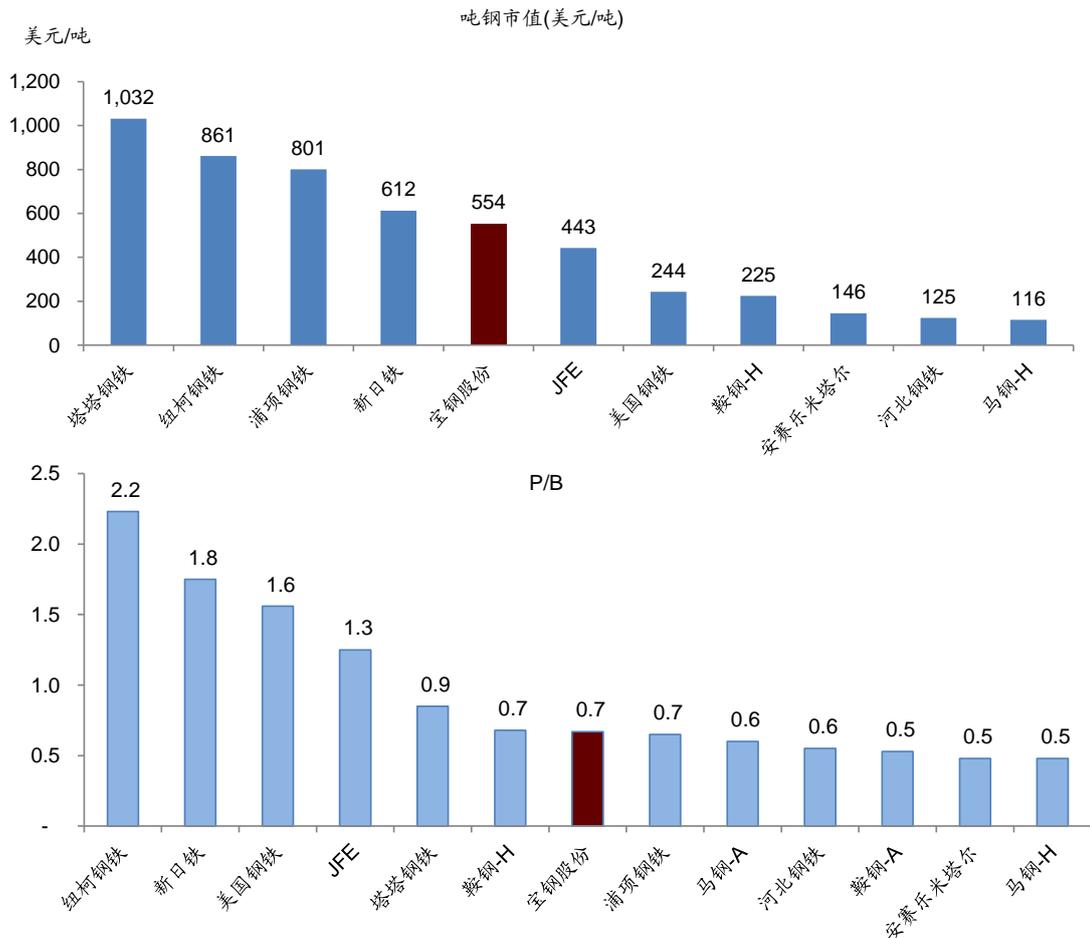


图表 3: 季度财务数据

(百万元)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	YoY	QoQ	1H13	1H14	YoY
营业收入	47,311	50,591	47,889	45,344	46,355	49,745	46,164	47,425	46,748	50,851	2.2%	8.8%	96,100	97,598	1.6%
营业成本	43,754	46,487	44,824	41,820	42,188	45,079	42,647	41,804	42,223	45,982	2.0%	8.9%	87,267	88,204	1.1%
主营业务税金及附加	51	84	42	132	128	128	69	88	142	146	13.4%	2.6%	257	287	12.0%
主营业务利润	3,507	4,019	3,023	3,393	4,038	4,538	3,448	5,532	4,383	4,723	4.1%	7.8%	8,576	9,107	6.2%
其他业务收支净额	42	22	23	22	21	23	24	35	36	33	42.3%	-8.7%	44	68	53.8%
营业费用	441	451	480	556	409	465	463	625	434	511	9.8%	17.6%	874	945	8.1%
管理费用	2,107	1,786	1,647	1,903	1,356	1,547	1,795	2,182	1,628	1,845	19.2%	13.4%	2,904	3,473	19.6%
财务费用	325	175	181	-192	45	-296	-105	-189	401	145	-149.1%	-63.8%	-251	546	-317.6%
资产减值	-283	312	-39	2,156	63	219	71	2,034	-126	72	-67.1%	-157.3%	283	-54	-119.0%
公允价值变动损益	2	33	-36	-12	16	10	-2	3	4	-23	-333.7%	-706.2%	26	-19	-173.7%
投资收益	213	194	679	-10	13	279	247	145	22	196	-29.5%	809.9%	291	218	-25.2%
营业利润	1,173	1,545	1,419	-1,029	2,215	2,914	1,492	1,063	2,108	2,356	-19.1%	11.8%	5,129	4,463	-13.0%
经常性业务营业利润	958	1,318	776	-1,007	2,186	2,625	1,247	914	2,082	2,183	-16.9%	4.8%	4,811	4,265	-11.4%
营业外收入	364	9,863	147	-374	98	88	141	555	88	123	39.4%	40.6%	187	211	13.1%
营业外支出	39	572	31	323	62	75	242	177	76	127	70.7%	68.8%	137	203	48.0%
利润总额	1,499	10,835	1,535	-1,726	2,251	2,927	1,391	1,440	2,120	2,352	-19.7%	10.9%	5,178	4,471	-13.6%
所得税	233	2,416	383	-324	574	790	358	247	534	612	-22.6%	14.7%	1,364	1,146	-16.0%
少数股东损益	44	31	-29	-181	49	62	95	16	76	95	54.2%	25.3%	111	172	54.7%
净利润	1,221	8,389	1,181	-1,222	1,628	2,075	939	1,177	1,510	1,644	-20.8%	8.9%	3,703	3,154	-14.8%
全面摊薄每股收益(元/股)	0.07	0.51	0.07	-0.07	0.10	0.13	0.06	0.07	0.09	0.10	-20.8%	8.9%	0.22	0.19	-14.8%
毛利率	7.5%	8.1%	6.4%	7.8%	9.0%	9.4%	7.6%	11.9%	9.7%	9.6%	0.2ppt	-0.1ppt	9.2%	9.6%	0.4ppt
营业费用率	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	0.9%	0.9%	1.0%	1.3%	0.9%	1.0%	0.1ppt	0.1ppt	0.9%	1.0%	0.1ppt
管理费用率	4.5%	3.5%	3.4%	4.2%	2.9%	3.1%	3.9%	4.6%	3.5%	3.6%	0.5ppt	0.1ppt	3.0%	3.6%	0.5ppt
财务费用率	0.7%	0.3%	0.4%	-0.4%	0.1%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	0.9%	0.3%	0.9ppt	-0.6ppt	-0.3%	0.6%	0.8ppt
营业利润率	2.5%	3.1%	3.0%	-2.3%	4.8%	5.9%	3.2%	2.2%	4.5%	4.6%	-1.2ppt	0.1ppt	5.3%	4.6%	-0.8ppt
净利润率	2.6%	16.6%	2.5%	-2.7%	3.5%	4.2%	2.0%	2.5%	3.2%	3.2%	-0.9ppt	0ppt	3.9%	3.2%	-0.6ppt
有效税率	15.6%	22.3%	25.0%	18.8%	25.5%	27.0%	25.7%	17.2%	25.2%	26.0%	-1ppt	0.9ppt	26.3%	25.6%	-0.7ppt

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 4: 国际钢铁可比公司吨钢市值和市净率对比



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

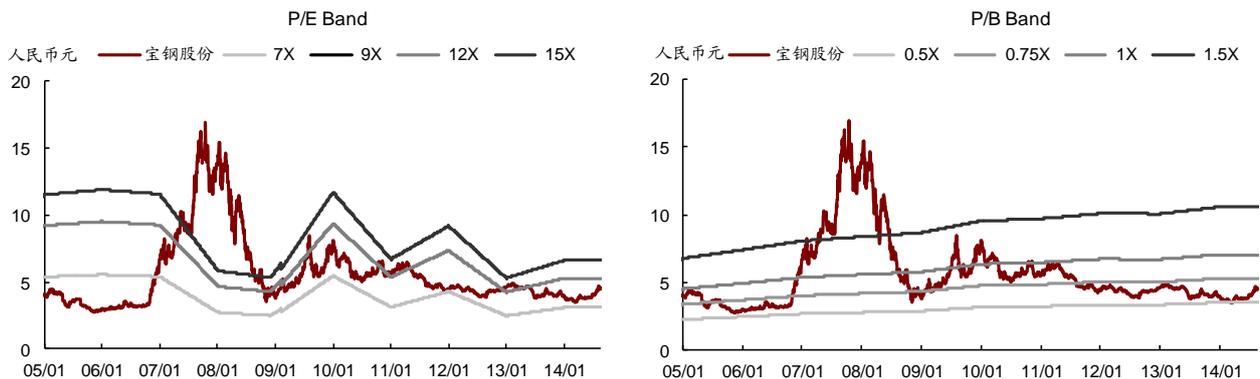


图表 5: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价		市盈率				市净率				企业价值/息税折旧前利润			
			2014/8/23	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
600019.SH	宝钢股份	RMB	4.56	7.4	12.9	10.3	9.1	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	5.8	8.0	6.6	6.1
000898.SZ	鞍钢股份	RMB	3.50	n.a	32.9	23.5	19.7	0.5	0.5	0.5	0.5	21.4	7.3	7.0	6.5	
600808.SH	马钢股份	RMB	1.76	n.a	86.2	82.6	37.9	0.6	0.6	0.6	0.6	31.1	7.5	7.0	6.2	
000709.SZ	河北钢铁	RMB	2.20	213.5	201.1	28.7	20.8	0.5	0.5	0.5	0.5	13.1	12.1	11.0	10.0	
600005.SH	武钢股份	RMB	2.20	105.7	52.0	25.0	18.7	0.6	0.6	0.6	0.6	8.9	9.0	7.9	7.5	
000778.SZ	新兴铸管	RMB	4.28	8.2	10.1	11.5	9.7	0.7	0.6	0.6	0.6	11.4	12.1	8.9	7.7	
	<b>中金覆盖A股平均值</b>			<b>83.7</b>	<b>65.9</b>	<b>30.3</b>	<b>19.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>15.3</b>	<b>9.3</b>	<b>8.1</b>	<b>7.4</b>	
	<b>中金覆盖A股中位数</b>			<b>57.0</b>	<b>42.4</b>	<b>24.3</b>	<b>19.2</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>12.3</b>	<b>8.5</b>	<b>7.5</b>	<b>7.0</b>	
600307.SH	酒钢宏兴	RMB	2.79	27.2	n.a	126.8	38.2	0.7	0.6	1.1	1.0	9.5	11.2	9.9	n.a	
600581.SH	八一钢铁	RMB	4.05	n.a	23.4	46.6	34.9	0.8	0.8	0.9	0.9	13.1	10.5	9.7	8.0	
600022.SH	山东钢铁	RMB	1.81	n.a	120.7	64.6	35.5	0.9	n.a	0.9	0.9	74.6	n.a	n.a	n.a	
600282.SH	南钢股份	RMB	2.23	n.a	n.a	41.3	27.2	1.0	1.0	n.a	n.a	33.3	12.0	9.6	8.4	
002110.SZ	三钢闽光	RMB	4.97	n.a	49.7	50.7	35.5	1.0	1.0	2.3	2.2	8.7	n.a	n.a	n.a	
000708.SZ	大冶特钢	RMB	7.41	15.2	14.4	13.5	12.2	1.1	1.1	1.4	1.4	8.8	n.a	n.a	n.a	
000717.SZ	韶钢松山	RMB	1.92	n.a	29.5	n.a	29.5	1.2	0.7	1.1	1.0	197.5	6.9	7.3	6.7	
000761.SZ	本钢板材	RMB	6.62	264.8	66.9	49.0	36.8	1.3	1.3	0.9	0.8	11.7	n.a	n.a	n.a	
000932.SZ	华菱钢铁	RMB	2.29	n.a	104.1	36.9	26.6	0.7	0.7	1.5	1.4	33.5	n.a	n.a	n.a	
000959.SZ	首钢股份	RMB	3.20	n.a	320.0	213.3	91.4	1.3	n.a	0.6	0.6	n.a	9.5	9.7	9.8	
600010.SH	包钢股份	RMB	5.14	85.7	171.3	51.4	27.8	1.9	n.a	1.5	1.5	15.3	n.a	94.5	60.2	
600126.SH	杭钢股份	RMB	3.93	n.a	157.2	60.5	46.2	1.0	1.0	1.6	1.6	45.1	n.a	n.a	n.a	
600894.SH	广钢股份	RMB	13.69	24.3	21.0	17.1	14.3	5.1	3.8	3.4	3.4	88.1	n.a	n.a	n.a	
601003.SH	柳钢股份	RMB	2.51	52.5	27.9	28.2	20.9	1.2	1.2	0.5	0.4	16.3	22.2	24.2	20.0	
601005.SH	重庆钢铁	RMB	2.64	46.3	n.a	n.a	n.a	5.7	-3.9	0.5	0.5	n.a	n.a	n.a	n.a	
	<b>A股市场平均值</b>			<b>77.4</b>	<b>81.8</b>	<b>50.8</b>	<b>29.3</b>	<b>1.3</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>33.1</b>	<b>10.7</b>	<b>16.4</b>	<b>13.1</b>	
	<b>A股市场中位数</b>			<b>46.3</b>	<b>52.0</b>	<b>39.1</b>	<b>27.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>15.3</b>	<b>10.0</b>	<b>9.6</b>	<b>7.9</b>	
347 HK	鞍钢股份	HKD	5.63	n.a	41.5	29.3	24.5	0.7	0.7	0.7	0.6	17.2	5.7	5.4	1.1	
323 HK	马钢股份	HKD	1.74	n.a	66.6	63.3	28.7	0.5	0.5	0.4	0.4	26.8	5.9	5.4	4.6	
	<b>中金覆盖H股平均值</b>			<b>n.a</b>	<b>54.1</b>	<b>46.3</b>	<b>26.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>22.0</b>	<b>5.8</b>	<b>5.4</b>	<b>2.9</b>	
	<b>中金覆盖H股中位数</b>			<b>n.a</b>	<b>54.1</b>	<b>46.3</b>	<b>26.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>22.0</b>	<b>5.8</b>	<b>5.4</b>	<b>2.9</b>	
656 HK	复星国际	HKD	9.52	13.2	10.4	10.5	8.7	1.4	1.2	1.0	0.9	19.7	9.8	7.7	6.4	
581 HK	东方集团	HKD	1.16	23.3	7.6	n.a	n.a	0.3	0.2	n.a	n.a	5.2	n.a	n.a	n.a	
	<b>H股市场平均值</b>			<b>18.3</b>	<b>31.5</b>	<b>34.4</b>	<b>20.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>17.2</b>	<b>7.1</b>	<b>6.2</b>	<b>4.0</b>	
	<b>H股市场中位数</b>			<b>18.3</b>	<b>26.0</b>	<b>29.3</b>	<b>24.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>18.4</b>	<b>5.9</b>	<b>5.4</b>	<b>4.6</b>	
MT NA	安赛乐米塔尔	EUR	10.5	n.a	n.a	22.6	13.1	0.5	0.5	0.5	0.5	28.0	8.6	8.2	7.1	
NUE US	纽柯钢铁	USD	53.8	34.0	38.2	26.2	16.4	2.2	2.2	2.0	2.0	12.4	13.6	10.6	8.0	
XUS E	美国钢铁	USD	36.8	n.a	n.a	19.4	14.9	n.a	2.7	1.4	1.3	n.a	n.a	5.8	5.0	
5401 JP	新日铁	JPY	306.1	98	n.a	n.a	n.a	1.6	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
5411 JP	JFE控股	JPY	2,148.0	3,409.5	n.a	n.a	2	1.1	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
005490 KS	浦项钢铁	KRW	341,000.0	10.5	15.9	17.5	13.6	0.7	0.7	0.9	0.9	7.4	8.1	7.8	6.9	
TATA IN	塔塔钢铁	INR	537.8	8.1	45.3	11.9	7.5	1.0	1.0	1.5	1.1	6.4	6.8	6.3	5.5	
	<b>其他市场平均值</b>			<b>712.1</b>	<b>33.1</b>	<b>19.5</b>	<b>11.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>13.6</b>	<b>9.3</b>	<b>7.7</b>	<b>6.5</b>	
	<b>其他市场中位数</b>			<b>34.0</b>	<b>38.2</b>	<b>19.4</b>	<b>13.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>9.9</b>	<b>8.4</b>	<b>7.8</b>	<b>6.9</b>	
	<b>所有市场平均值</b>			<b>219.8</b>	<b>65.9</b>	<b>42.8</b>	<b>26.3</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>28.6</b>	<b>10.0</b>	<b>12.2</b>	<b>9.8</b>	
	<b>所有市场中位数</b>			<b>34.0</b>	<b>40.1</b>	<b>28.7</b>	<b>21.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>15.3</b>	<b>9.2</b>	<b>7.8</b>	<b>7.0</b>	

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 6: 历史的 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



---

## 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。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。

本报告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”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。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。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将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一参考依据。

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

个股评级标准：分析员估测未来6~12个月内绝对收益在20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”。

行业评级标准：分析员估测未来6~12个月会跑赢大盘10%以上的行业为“超配”、表现与大盘的关系在-10%与10%之间的行业为“标配”、会跑输大盘10%以上的行业为“低配”。

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。

V140814  
编辑：龙莹



## 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  
上海市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

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
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

### 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

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 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

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 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

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 上海淮海中路证券营业部

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

### 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

### 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

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

