

2011年8月26日

# 中国远洋

## 上半年净亏损27亿

A	持有
	601919.SS - 人民币 7.23 目标价格: 人民币 7.12(▼8.10)
H	持有
	1919.HK - 港币 4.18 目标价格: 港币 4.25(▼6.70)

杜建平\*

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

### 股价相对指数表现 (A股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现 (A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(23)	(7)	(17)	(26)
相对新华富时A50指数(%)	(17)	(5)	(13)	(22)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据 (A股)

发行股数(百万)	10,216
流通股 - A股(%)	73.18
流通股市值(人民币 百万)	54,051
3个月日均交易额(人民币 百万)	96
净负债比率(%) (2011E)	39.9
主要股东(%)	
中国远洋运输(集团)总公司	52.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*江映德为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

公司2011年上半年完成营业收入342.3亿元, 同比下降10.4%; 归属母公司净亏损27亿元, 而去年同期盈利35亿元; 每股收益为-0.27元, 其中二季度亏损22亿元。受需求不振以及运力过剩影响, 公司主营的集运市场和干散货航运市场持续低迷, 运价下滑使得公司收入同比下滑; 而油价持续上涨使得公司燃油成本大幅上升16亿元, 增幅达26.7%, 侵蚀公司利润。最近航运旺季到来, 集运市场运价企稳回升, 干散货市场BDI指数也触底反弹, 连续10天, 涨幅达27.4%, 而公司市净率跌至历史较低水平, 旺季到来可能带来股价的交易性机会。但欧美经济复苏前景仍不明朗, 航运市场尤其散货市场仍将疲弱, 行业拐点到来尚需时日。我们将2011-2013年的盈利预测分别下调至-0.133元、0.154元和0.325元人民币, 将A、H股目标价格下调至7.12元与4.25港币, 并维持持有评级不变, 建议投资者关注旺季带来的交易性机会。

### 支撑评级的要点

- 集运和干散货业务毛利大幅下滑, 而物流、码头和集装箱租赁业务保持稳定。上半年集运市场持续低迷, CCFI综合指数均值同比下跌7.8%, 公司集运相关业务收入下降4.2%, 业务毛利仅为2.2亿元, 下滑96%; 干散货市场受运力严重过剩影响, BDI均值同比跌幅达56.7%, 公司干散货航运相关业务毛利为亏损9.2亿元; 而公司物流、集装箱码头以及集装箱租赁业务则继续保持稳定快速增长, 合计贡献毛利16.5亿。
- 油价成本增加16亿元。2011年上半年, 国际油价平均上涨超过40%, 公司燃油成本达77.7亿元, 同比增加16亿元, 增幅达26.7%。目前国际油价有所回落, 预计下半年公司燃油成本压力将有所缓解。
- 干散货亏损合同确认预计负债13.9亿元。由于干散货市场运价大幅下滑, 公司在价格高位签订的租船合同预计将发生亏损, 公司上半年确认预计负债13.9亿元, 使得营业外支出同比增加8.4亿元。

### 评级面临的主要风险

- 如果世界经济二次探底, 目前的盈利预测面临进一步下调风险。

### 估值

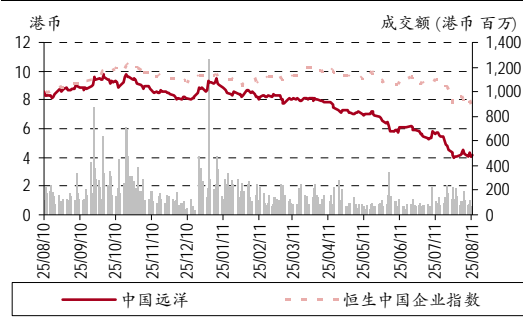
- 二季度以来公司股价大幅下跌跑输大盘, 目前公司A股和H股股价分别对应2011年1.6倍和0.8倍市净率, 处于历史相对低位。我们分别以1.6倍和0.8倍2011年市净率, 将公司A股和H股目标价由8.10元和6.70港币下调至7.12元和4.25港币, 维持A股和H股评级为持有。

### 图表 1. 投资摘要(A股)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年结日: 12月31日					
销售收入(人民币 百万)	55,735	80,578	73,191	82,081	90,895
变动(%)	(51.52)	44.58	(9.17)	12.15	10.74
净利润(人民币 百万)	(7,541)	6,761	(1,356)	1,574	3,323
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.738)	0.662	(0.133)	0.154	0.325
变动(%)	(169.63)	189.65	(120.06)	216.07	171.14
先前预测每股收益(人民币)			0.204	0.328	0.560
调整幅度(%)			(165)	(53)	(42)
全面摊薄市盈率(倍)	(9.8)	10.9	(54.5)	46.9	22.2
核心市盈率(倍)	(10.7)	9.9	(54.5)	46.9	22.2
每股现金流量(人民币)	(0.58)	1.09	0.16	0.66	0.87
价格/每股现金流量(倍)	(12.6)	6.6	43.9	10.9	8.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(73.2)	8.3	28.8	16.5	12.2
每股股息(人民币)	0.000	0.090	0.000	0.062	0.107
股息率(%)	0.0	1.2	0.0	0.9	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价相对指数表现 (H股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现 (H股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(49)	(25)	(40)	(51)
相对恒生中国企业指数(%)	(31)	(9)	(22)	(42)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据 (H股)

发行股数(百万)	10,216
流通股-H股(%)	25.26
流通股市值(港币 百万)	8,842
3个月日均交易额(港币 百万)	105
净负债比率(%) (2011E)	41.2

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 投资摘要 (H股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	68,463	96,439	87,829	99,497	109,074
变动(%)	(48)	45	(9)	12	11
净利润(人民币 百万)	(7,541)	6,761	(1,356)	1,574	3,323
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.731)	0.671	(0.133)	0.154	0.325
变动(%)	(170)	190	(120)	216	111
市场预期每股收益(人民币)			0.204	0.328	0.560
原先预测摊薄每股收益(人民币)					
调整幅度(%)			(165)	(53)	(42)
全面摊薄市盈率(倍)	(4.7)	5.1	(25.8)	22.2	10.5
每股现金流量(人民币)	(0.6)	1.1	0.2	0.7	0.9
价格/每股现金流量(倍)	(4.1)	3.2	20.8	5.2	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(17.6)	5.9	19.9	11.4	8.5
每股股息(人民币)	0.000	0.090	0.000	0.062	0.107
股息率(%)	-	2.6	-	1.8	3.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 估值及评级

我们将公司 A、H 股 2011-2013 年的盈利预测分别下调至 -0.133 元、0.154 元和 0.325 元人民币, 目前公司 A 股和 H 股股价分别对应 2011 年 1.6 倍和 0.8 倍市净率, 处于历史相对低位。但世界经济复苏进程尚不明朗, 尚需观察行业走出低谷的拐点。我们分别以 1.6 倍和 0.8 倍 2011 年市净率, 将公司 A 股和 H 股目标价由 8.10 元和 6.70 港币下调至 7.12 元和 4.25 港币, 并维持 A 股和 H 股评级为**持有**。

### 上半年业绩摘要

上半年公司完成营业收入 342.3 亿元, 同比下降 10.4%; 而受油价上涨等因素影响, 营业成本增加 7.5%。上半年归属母公司净亏损为 27 亿元, 同比大幅下降 177%, 其中二季度亏损额达 22 亿元。收入和利润下降的主要原因在于: 受需求不振以及运力过剩影响, 公司主营的集运市场和干散货航运市场持续低迷, 运价下滑使得公司收入同比下降; 而油价持续上涨使得公司燃油成本大幅上升 16 亿元, 同比增幅达 26.7%, 侵蚀公司利润。

此外, 由于干散货市场运价大幅下滑, 公司在价格高位签订的租船合同预计将发生亏损, 公司于 2011 年上半年确认预计负债 13.9 亿元并计入营业外支出, 同比增加 8.4 亿元。而公司持有中集集团和集装箱码头公司股权则为其带来 13 亿元投资收益, 同比大幅增长 1.1 倍。

### 图表 2. 上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	10年上半年	11年上半年	同比变动(%)
营业收入	38,193.17	34,227.61	(10.4)
营业成本	(30,964.78)	(33,282.96)	7.5
营业税及附加	(187.01)	(225.47)	20.6
销售及营销费用	(65.24)	(69.56)	6.6
管理费用	(2,205.65)	(2,377.45)	7.8
财务费用	(366.04)	(78.13)	(78.7)
资产重估损失	12.79	(4.93)	(138.6)
营业成本	(33,775.93)	(36,038.50)	6.7
公允价值变动收益	80.97	115.21	42.3
投资收益	641.28	1,365.28	112.9
营业利润	5,139.49	(330.41)	(106.4)
营业外收入	386.46	371.42	(3.9)
营业外支出	(568.46)	(1,423.58)	150.4
税前利润	4,957.49	(1,382.57)	(127.9)
所得税	(967.67)	(361.06)	(62.7)
税后利润	3,989.82	(1,743.62)	(143.7)
少数股东权益	463.72	966.94	108.5
净利润	3,526.10	(2,710.57)	(176.9)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.35	(0.27)	(176.9)
主要比率(%)			
毛利率	18.9	2.8	
营业利润率	13.5	(1.0)	
净利率	9.2	(7.9)	

资料来源: 公司数据

**图表 3.2 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	10年2季度	11年2季度	同比变动(%)
<b>营业收入</b>	20,787.79	17,790.24	(14.4)
营业费用	(16,534.61)	(18,126.76)	9.6
营业税及附加	(95.50)	(117.73)	23.3
销售及营销费用	(33.53)	(36.60)	9.1
管理费用	(1,079.96)	(1,172.24)	8.5
财务费用	(108.29)	(1.76)	(98.4)
资产重估损失	(32.67)	(10.26)	(68.6)
营业成本	(17,884.56)	(19,465.35)	8.8
公允价值变动收益	39.60	94.54	138.7
投资收益	359.58	701.89	95.2
<b>营业利润</b>	<b>3,302.41</b>	<b>(878.69)</b>	<b>(126.6)</b>
营业外收入	167.19	90.64	(45.8)
营业外支出	(31.59)	(556.54)	1,661.8
<b>税前利润</b>	<b>3,438.01</b>	<b>(1,344.59)</b>	<b>(139.1)</b>
所得税	(539.72)	(330.96)	(38.7)
税后利润	2,898.29	(1,675.54)	(157.8)
少数股东权益	254.35	531.74	109.1
<b>净利润</b>	<b>2,643.94</b>	<b>(2,207.29)</b>	<b>(183.5)</b>
<b>全面摊薄每股收益(人民币)</b>	<b>0.26</b>	<b>(0.22)</b>	<b>(183.5)</b>
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	20.5	(1.9)	
营业利润率	15.9	(4.9)	
净利率	12.7	(12.4)	

资料来源: 公司数据

### 集运和干散货航运业务大幅下滑, 物流、码头以及集装箱租赁业务稳定增长

上半年公司主要业务板块收入和毛利情况如下表所示。

**图表 4.2011 年上半年公司各业务板块经营情况**

(人民币, 百万)	收入	成本	毛利	毛利率(%)	毛利百分点 同比变动
集运相关业务	17,978.94	17,760.73	218.21	1.2	(89.1)
干散货航运	12,226.71	13,146.25	(919.54)	(7.5)	(123.3)
物流	2,782.03	1,946.32	835.71	30.0	9.1
集装箱码头业务	1,024.44	682.51	341.93	33.4	333.7
集装箱租赁业务	850.68	376.10	474.59	55.8	11.1
小计	34,862.81	33,911.92	950.89	2.7	(86.9)
内部抵消	635.20	628.96	6.24	1.0	31.9
<b>合计</b>	<b>34,227.61</b>	<b>33,282.96</b>	<b>944.65</b>	<b>2.8</b>	<b>(86.9)</b>

资料来源: 公司数据

集运业务方面，公司集运业务货运量达 324 万 TEU，同比增长 9.8%，而整体平均单箱运价同比则下滑 13%，集运相关业务收入下降 4.2%，业务毛利仅为 2.2 亿元，下滑 96%。受经济复苏放缓影响市场需求不振，而运力投入相对较多，尤其是大船交付并投入欧美主要航线使得其运价持续下滑，上半年 CCFI 综合指数均值同比下跌 7.8%，其中地中海航线、欧洲航线、美东航线和美西航线分别下跌 28.5%、26.5%、2.8%和 1.7%。受此影响，上半年公司欧线平均单箱运价大幅下跌 28%，而美线运价也下滑 4%。

图表 5.集运相关业务收入

收入(人民币, 百万)	2011 年上半年	2010 年上半年	同比(%)
跨太平洋	5,913,156	6,166,382	(4.1)
亚欧 (包括地中海)	4,889,916	5,587,190	(12.5)
亚洲区内 (包括澳洲)	3,047,142	3,118,171	(2.3)
其它国际 (包括大西洋)	731,433	632,830	15.6
中国	1,757,328	1,691,289	3.9
小计	16,338,975	17,195,862	(5)
出租船舶	180,872	245,609	(26.4)
相关业务	1,459,094	1,327,262	9.9
<b>合计</b>	<b>17,978,941</b>	<b>18,768,733</b>	<b>(4.2)</b>

资料来源: 公司数据

图表 6.各航线单箱运价

单箱运价 (元/TEU)	2011 年上半年	2010 年上半年	同比(%)
跨太平洋	7,907.66	8,239.16	(4)
亚欧 (包括地中海)	6,817.07	9,497.37	(28)
亚洲区内 (包括澳洲)	3,760.26	3,936.66	(4)
其它国际 (包括大西洋)	5,878.84	7,742.08	(24)
中国	2,092.60	2,286.81	(8)
<b>小计</b>	<b>5,043.46</b>	<b>5,828.87</b>	<b>(13)</b>

资料来源: 公司数据

干散货业务方面，公司上半年完成营业收入 122 亿元，同比减少 27%，毛利为亏损 9.2 亿元。收入和毛利下降的主要原因在于运价大幅下滑。上半年干散货市场受运力严重过剩影响，BDI 均值同比跌幅达 56.7%，公司运价平均跌幅在 30%左右。而货运量方面同比仅下降 2.6%，货运周转量 6,876 亿吨海里，同比增长 0.37%。

物流、集装箱码头以及集装箱租赁业务则继续保持快速稳定增长，合计贡献毛利 16.5 亿。其中物流和集装箱租赁业务毛利同比增幅在 10%左右，而集装箱码头业务由于今年上半年码头吞吐量同比增长 19.7%以及上年基数较低等影响，毛利大幅增长 3.3 倍。

### 油价持续上涨侵蚀利润

2011年上半年，国际原油平均价格同比涨幅超过40%，上半年公司燃油成本达77.7亿元，在营业成本中占比为23.3%；同比上年增加16亿元，增幅达26.7%，公司整体燃油成本控制情况较为一般，油价上涨并持续高位侵蚀公司利润。目前国际油价有所回落，预计下半年公司燃油成本压力将有所缓解。

**损益表(A股) (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	55,735	80,578	73,191	82,081	90,895
销售成本	(57,760)	(66,310)	(69,281)	(74,620)	(80,228)
经营费用	(2,974)	(3,824)	(3,321)	(3,859)	(4,387)
息税折旧前利润	(1,572)	13,944	4,336	7,678	10,686
折旧及摊销	(3,427)	(3,500)	(3,747)	(4,076)	(4,406)
经营利润(息税前利润)	(4,999)	10,445	589	3,601	6,280
净利息收入(费用)	(664)	(555)	(1,070)	(1,081)	(1,151)
其他收益/(损失)	(650)	(704)	0	0	0
税前利润	(6,313)	9,186	(481)	2,521	5,129
所得税	(424)	(1,192)	(12)	3	(761)
少数股东权益	(804)	(1,233)	(863)	(950)	(1,045)
净利润	(7,541)	6,761	(1,356)	1,574	3,323
核心净利润	(6,891)	7,465	(1,356)	1,574	3,323
每股收益(人民币)	(0.738)	0.662	(0.133)	0.154	0.325
核心每股收益(人民币)	(0.675)	0.731	(0.133)	0.154	0.325
每股股息(人民币)	0.00	0.09	0.00	0.06	0.11
收入增长(%)	(51.52)	44.58	(9.17)	12.15	10.74
息税前利润增长(%)	(124.67)	(308.94)	(94.36)	511.72	74.37
息税折旧前利润增长(%)	(106.58)	(987.26)	(68.91)	77.09	39.18
每股收益增长(%)	(170)	190	(120)	216	111
核心每股收益增长(%)	(144)	208	(118)	216	111

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	44,098	46,551	46,234	49,248	54,537
应收帐款	9,038	11,011	10,632	11,850	13,057
库存	1,956	2,318	2,196	2,462	2,727
其他流动资产	106	1,145	945	745	545
流动资产总计	55,197	61,025	60,007	64,306	70,867
固定资产	62,760	66,729	75,082	78,105	83,799
无形资产	2,694	2,769	2,769	2,769	2,769
其他长期资产	17,968	20,345	20,345	20,345	20,345
长期资产总计	83,422	89,843	98,196	101,220	106,914
总资产	138,620	150,868	158,203	165,526	177,780
应付帐款	19,678	22,274	21,020	23,574	26,105
短期债务	7,248	6,068	8,068	8,314	14,301
其他流动负债	142	61	61	61	61
流动负债总计	27,068	28,402	29,149	31,949	40,467
长期借款	52,999	54,455	62,455	64,455	64,455
其他长期负债	5,161	5,790	5,790	5,790	5,790
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
储备	32,606	37,536	35,261	36,835	39,527
股东权益	42,822	47,752	45,477	47,051	49,743
少数股东权益	10,571	14,467	15,331	16,280	17,325
总负债及权益	138,620	150,868	158,203	165,526	177,780
每股帐面价值(人民币)	4.19	4.67	4.45	4.61	4.87
每股有形资产(人民币)	3.93	4.40	4.18	4.33	4.60
每股净负债/(现金)(人民币)	1.58	1.37	2.38	2.30	2.37

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	(6,313)	9,186	(481)	2,521	5,129
折旧与摊销	3,427	3,500	3,747	4,076	4,406
净利息费用	664	555	1,070	1,081	1,151
运营资本变动	(1,286)	20	(752)	1,069	1,059
税金	(424)	(1,192)	(12)	3	(761)
其他经营现金流	(1,948)	(917)	(1,891)	(1,985)	(2,084)
经营活动产生的现金流	(5,879)	11,152	1,681	6,764	8,900
购买固定资产净值	(11,182)	(8,466)	(12,100)	(7,100)	(10,100)
投资减少/增加	1,770	(2,380)	2,091	2,185	2,284
其他投资现金流	(1,681)	(193)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(11,094)	(11,039)	(10,009)	(4,915)	(7,816)
净增权益	372	4,131	0	0	0
净增债务	33,431	1,716	10,000	2,000	0
支付股息	0	(919)	0	(631)	(1,092)
其他融资现金流	(4,618)	(2,112)	(1,989)	(450)	(690)
融资活动产生的现金流	29,185	2,815	8,011	919	(1,782)
现金变动	12,213	2,928	(317)	2,769	(698)
期初现金	31,827	44,098	46,551	46,234	49,248
公司自由现金流	(16,973)	113	(8,328)	1,849	1,084
权益自由现金流	16,458	1,828	1,672	3,849	1,084

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	(2.8)	17.3	5.9	9.4	11.8
息税前利润率	(9.0)	13.0	0.8	4.4	6.9
税前利润率	(11.3)	11.4	(0.7)	3.1	5.6
净利率	(13.5)	8.4	(1.9)	1.9	3.7
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	2.04	2.15	2.06	2.01	1.75
利息覆盖率	(6.5)	19.8	1.6	4.3	6.5
净权益负债率(%)	30.2	22.5	39.9	37.1	36.1
速动比率	2.0	2.0	2.0	1.9	1.7
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	(9.8)	10.9	(54.5)	46.9	22.2
核心业务市盈率	(10.7)	9.9	(54.5)	46.9	22.2
目标价对应核心业务市盈率	(10.6)	9.7	(53.6)	46.2	21.9
市净率	1.7	1.5	1.6	1.6	1.5
价格/现金流	(12.6)	6.6	43.9	10.9	8.3
企业价值/息税折旧前利润	(73.2)	8.3	28.8	16.5	12.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	11.4	11.8	11.9	11.4	11.8
应收帐款周转天数	62.0	45.4	54.0	50.0	50.0
应付帐款周转天数	117.9	95.0	108.0	99.2	99.7
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	0.0	13.6	0.0	40.1	32.9
净资产收益率	(15.9)	14.9	(2.9)	3.4	6.9
资产收益率	(5.9)	4.7	(0.9)	1.0	1.9
已运用资本收益率	(5.0)	8.8	0.5	2.7	4.5

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	68,463	96,439	87,829	98,497	109,074
销售成本	(72,398)	(84,052)	(84,615)	(91,816)	(99,270)
经营费用	(4,670)	(4,944)	(4,516)	(5,064)	(5,608)
息税折旧前利润	(4,320)	13,058	4,336	7,678	10,686
折旧及摊销	(3,427)	(3,500)	(3,747)	(4,076)	(4,406)
经营利润(息税前利润)	(7,747)	9,558	589	3,601	6,280
净利息收入(费用)	(664)	(555)	(1,070)	(1,081)	(1,151)
其他收益/(损失)	2,197	271	0	0	0
税前利润	(6,214)	9,274	(481)	2,521	5,129
所得税	(451)	(1,189)	(12)	3	(761)
少数股东权益	(804)	(1,226)	(863)	(950)	(1,045)
净利润	(7,468)	6,858	(1,356)	1,574	3,323
核心净利润	(9,665)	6,588	(1,356)	1,574	3,323
每股收益(人民币)	(0.731)	0.671	(0.133)	0.154	0.325
核心每股收益(人民币)	(0.946)	0.645	(0.133)	0.154	0.325
每股股息(人民币)	0.00	0.09	0.00	0.06	0.11
收入增长(%)	(47.69)	40.86	(8.93)	12.15	10.74
息税前利润增长(%)	(140.17)	(223.38)	(93.84)	511.72	74.37
息税折旧前利润增长(%)	(118.85)	(402.29)	(66.80)	77.09	39.18
每股收益增长(%)	(164)	(192)	(120)	216	111
核心每股收益增长(%)	(166)	(168)	(121)	216	111

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	44,098	46,551	46,234	49,248	54,537
应收帐款	8,728	10,987	10,608	11,826	13,034
库存	1,783	2,117	1,995	2,262	2,526
其他流动资产	489	850	650	450	250
流动资产总计	55,097	60,505	59,486	63,786	70,346
固定资产	62,930	66,588	74,942	77,965	83,659
无形资产	2,273	2,303	2,303	2,303	2,303
其他长期资产	17,441	20,146	20,146	20,146	20,146
长期资产总计	82,644	89,037	97,390	100,414	106,108
总资产	137,741	149,542	156,877	164,200	176,454
应付帐款	17,692	20,301	19,122	21,569	23,995
短期债务	7,233	5,870	7,870	8,116	14,102
其他流动负债	2,504	2,278	2,204	2,310	2,416
流动负债总计	27,428	28,449	29,196	31,995	40,513
长期借款	53,117	54,927	62,927	64,927	64,927
其他长期负债	4,611	5,190	5,190	5,190	5,190
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
储备	31,776	36,292	34,017	35,591	38,283
股东权益	41,992	46,509	44,233	45,807	48,499
少数股东权益	10,592	14,467	15,331	16,280	17,325
总负债及权益	137,741	149,542	156,877	164,200	176,454
每股帐面价值(人民币)	4.11	4.55	4.33	4.48	4.75
每股有形资产(人民币)	3.89	4.33	4.10	4.26	4.52
每股净负债/(现金)(人民币)	1.59	1.39	2.40	2.33	2.40

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	(6,214)	9,274	(481)	2,521	5,129
折旧与摊销	3,427	3,500	3,747	4,076	4,406
净利息费用	664	555	1,070	1,081	1,151
运营资本变动	(1,286)	20	(752)	1,069	1,059
税金	(424)	(1,192)	(12)	3	(761)
其他经营现金流	(4,604)	(1,149)	(1,891)	(1,985)	(2,084)
经营活动产生的现金流	(8,436)	11,008	1,681	6,764	8,900
购买固定资产净值	(11,182)	(8,466)	(12,100)	(7,100)	(10,100)
投资减少/增加	1,770	(2,380)	2,091	2,185	2,284
其他投资现金流	817	(34)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,595)	(10,880)	(10,009)	(4,915)	(7,816)
净增权益	372	4,131	0	0	0
净增债务	33,431	1,716	10,000	2,000	0
支付股息	0	(919)	0	(631)	(1,092)
其他融资现金流	(4,585)	(2,127)	(1,989)	(450)	(690)
融资活动产生的现金流	29,219	2,800	8,011	919	(1,782)
现金变动	12,187	2,928	(317)	2,769	(698)
期初现金	31,827	44,098	46,551	46,234	49,248
公司自由现金流	(17,032)	128	(8,328)	1,849	1,084
权益自由现金流	16,400	1,843	1,672	3,849	1,084

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	2009	2010	2011E	2012E	2012E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	(6.3)	13.5	4.9	7.8	9.8
息税前利润率	(11.3)	9.9	0.7	3.7	5.8
税前利润率	(9.1)	9.6	(0.5)	2.6	4.7
净利率	(10.9)	7.1	(1.5)	1.6	3.0
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	2.01	2.13	2.04	1.99	1.74
利息覆盖率	(10.7)	18.2	1.6	4.3	6.5
净权益负债率(%)	30.9	23.4	41.2	38.3	37.2
速动比率	1.9	2.0	1.9	1.9	1.7
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	(4.7)	5.1	(25.8)	22.2	10.5
核心业务市盈率	(3.6)	5.3	(25.8)	22.2	10.5
目标价对应核心业务市盈率	(3.7)	5.4	(26.2)	22.6	10.7
市净率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
价格/现金流	(4.1)	3.2	20.8	5.2	3.9
企业价值/息税折旧前利润	(17.6)	5.9	19.9	11.4	8.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	8.3	8.5	8.9	8.5	8.8
应收帐款周转天数	49.6	37.3	44.9	41.6	41.6
应付帐款周转天数	86.5	71.9	81.9	75.4	76.2
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	0.0	13.4	0.0	40.1	32.9
净资产收益率	(15.8)	15.5	(3.0)	3.5	7.0
资产收益率	(5.8)	4.8	(0.9)	1.0	2.0
已运用资本收益率	(7.7)	8.1	0.5	2.7	4.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371