

2011年8月26日

# 中国国航

上半年净利润同比下降 13.44%

买入

A

601111.SS - 人民币 9.62

目标价格: 人民币 13.63(↑11.04)

买入(↑持有)

H

0753.HK - 港币 7.74

目标价格: 港币 8.74(↓8.81)

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(%)	(30)	(1)	1	(16)
相对新华富时 A50 指数(%)	(24)	1	5	(12)

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)	12,892
流通股(%)	13
流通股市值(人民币 百万)	16,594
3个月日均交易额(人民币 百万)	187
净负债比率(%) (2011E)	125
主要股东(%)	
中航集团公司	40
国泰航空	18

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

中国会计准则下, 2011年上半年公司实现归属于母公司的股东的净利润 40.63 亿元, 同比下降 13.44%, 实现每股收益 0.33 元人民币。受益于国内客运市场需求旺盛及合并深圳航空的影响, 期内公司实现营业收入 451.30 亿元, 同比增长 31.55%。公司业绩基本符合我们之前的预期, 我们小幅调整了 2011-13 年 A 股每股盈利至 0.909、0.861 和 1.018 元人民币, H 股至 0.909、0.854 和 1.029 元人民币。我们分别以 15 倍和 10 倍 2011 年市盈率, 将 A 股和 H 股目标价调整为 13.63 元人民币和 8.74 港币, 维持对 A 股买入的评级, 将 H 股评级上调为买入。

## 支撑评级的要点

- 受益国内经济较快增长以及消费结构升级, 全行业航空客运上半年在上年高基数基础上实现稳定增长。公司上半年客运业务实现稳定增长。期内公司实现旅客周转量 494.84 亿收入客公里, 同比增长 25.99%; 平均客座率为 80.75%, 同比提高 1.86 个百分点。其中, 公司国内航线实现收入客公里 401.23 亿, 同比增长 37.81%, 客座率达到 82.43%, 同比提升 4.35 个百分点。航空客运收入同比增长了 35.46% 至 398.24 亿元, 营业利润率提升 0.77 个百分点。
- 期内公司实现货邮周转量 23.97 亿收入货运吨公里, 同比增长 8.22%; 货邮运载率为 59.52%, 同比上升 0.07 个百分点。航空货运收入同比增长 2.94% 至 42.49 亿元, 营业利润率下跌 15.1 个百分点, 带累整体营业利润率下跌 0.82 个百分点。
- 期内人民币对美元汇率升值约 2.3%, 公司录得净汇兑收益 14.8 亿人民币 (去年同期为 2.8 亿人民币), 相当于贡献每股税前收益 0.115 元人民币。

## 评级面临的主要风险

- 高铁项目陆续投产并成网的效应尚未完全显现。

## 估值

- 我们分别以 15 倍和 10 倍 2011 年市盈率, 将 A 股和 H 股目标价调整为 13.63 元人民币和 8.74 港币, 维持对 A 股买入的评级, 将 H 股评级上调为买入。

## 图表 1. 投资摘要 (A股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	51,095	80,963	101,081	111,183	122,295
变动(%)	(4)	58	25	10	10
净利润(人民币 百万)	5,029	12,208	11,715	11,097	13,129
全面摊薄每股收益(人民币)	0.411	0.947	0.909	0.861	1.018
变动(%)	(155.0)	130.7	(4.0)	(5.3)	18.3
市场预测每股收益(人民币)			0.919	0.881	1.041
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.910	0.765	0.837
调整幅度(%)	-	-	(0.1)	12.6	21.6
核心每股收益(人民币)	0.411	0.947	0.909	0.861	1.018
变动(%)	(155.0)	130.7	(4.0)	(5.3)	18.3
全面摊薄市盈率(倍)	23.4	10.2	10.6	11.2	9.4
核心市盈率(倍)	23.4	10.2	10.6	11.2	9.4
每股现金流量(人民币)	0.56	1.53	1.20	1.76	1.93
价格/每股现金流量(倍)	17.1	6.3	8.0	5.5	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	9.4	8.1	7.0	6.0
每股股息(人民币)	0.000	0.118	0.091	0.086	0.102
股息率(%)	0.0	1.2	0.9	0.9	1.1

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(%)	(11)	(4)	(1)	(9)
相对恒生中国企业指数(%)	6	12	17	0

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)	12,892
流通股 (%)	36
流通股市值 (港币 百万)	35,882
3个月日均交易额 (港币 百万)	148
净负债比率(%) (2011E)	124

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)	51,392	82,488	101,677	111,800	123,385
变动(%)	(3)	61	23	10	10
净利润 (人民币 百万)	4,853	12,005	11,717	11,009	13,265
全面摊薄每股收益(人民币)	0.396	0.931	0.909	0.854	1.029
变动(%)	(155.3)	135.1	(2.4)	(6.0)	20.5
市场预期每股收益(人民币)		0.740	0.733	0.766	
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.905	0.753	0.827
调整幅度(%)	-	-	0.4	13.4	24.4
核心每股收益(人民币)	0.396	0.931	0.909	0.854	1.029
变动(%)	(152.4)	135.1	(2.4)	(6.0)	20.5
全面摊薄市盈率(倍)	16.0	6.8	7.0	7.4	6.2
核心市盈率(倍)	16.0	6.8	7.0	7.4	6.2
每股现金流量(人民币)	0.45	1.42	1.02	1.63	1.80
价格/每股现金流量(倍)	14.2	4.5	6.2	3.9	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.2	7.1	5.9	5.1	4.3
每股股息(人民币)	0.000	0.118	0.091	0.086	0.102
股息率(%)	0.0	1.9	1.4	1.4	1.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 业绩和估值

中国会计准则下，2011年上半年公司实现归属于母公司的净利润40.63亿元，同比下降13.44%，实现每股收益0.33元人民币。公司业绩基本符合我们之前的预期，我们小幅调整了2011-13年A股每股盈利至0.909、0.861和1.018元人民币，H股至0.909、0.854和1.029元人民币。我们分别以15倍和10倍2011年市盈率，将A股和H股目标价调整为13.63元人民币和8.74港币，维持对A股买入的评级，将H股评级上调为买入。

期内公司实现营业收入451.30亿元，同比增加108.23亿元，增长31.55%。其中主营业务收入为441.03亿元，同比增加105.46亿元，增长31.43%，主要是受益于上半年国内客运市场需求旺盛，及合并深圳航空的期间不同影响，客运收入同比增加104.25亿元；其他业务收入为10.27亿元，同比增加2.77亿元，增长36.90%。

期内公司总成本费用同比增长32.8%至358.04亿元，其中航油成本增加53.61亿元，同比增长51.41%，占到公司主营业务成本的39%左右；由于期内录得汇兑净收益14.8亿元，同比增加12亿元，财务费用同比减少10.19亿元至-7.30亿元。公允价值变动收益0.39亿元，同比减少5.38亿元，同比下降93.18%，其中油料衍生合同公允价值变动收益0.80亿元，同比减少6.4亿元，同比下降88.85%，主要是原有合同陆续到期且上半年国际油价持续高位波动幅度较低。实现投资收益6.40亿元，同比减少12.50亿元，主要是本期确认国泰航空投资收益4.83亿，同比减少11.17亿元。

图表 2. 2011年上半年业绩摘要-A

(人民币, 百万)	10年上半年	11年上半年	同比变动%
<b>营业收入</b>	34,307.67	45,130.36	31.5
营业成本	(26,951.41)	(35,803.96)	32.8
营业税及附加	(662.10)	(1,028.10)	55.3
销售费用	(2,421.76)	(3,080.59)	27.2
管理费用	(959.41)	(1,286.22)	34.1
财务费用	(288.19)	730.49	(353.5)
资产重估损失	(126.23)	(20.04)	(84.1)
<b>总营业费用</b>	(31,409.10)	(40,488.42)	28.9
公允价值变动收益	576.97	39.33	(93.2)
投资收益	1,890.21	640.10	(66.1)
<b>营业利润</b>	5,365.75	5,321.37	(0.8)
营业外收入	213.31	255.56	19.8
营业外支出	(19.80)	(50.04)	152.7
<b>税前利润</b>	5,559.26	5,526.88	(0.6)
税金	(778.09)	(1,174.77)	51.0
<b>税后利润</b>	4,781.17	4,352.11	(9.0)
少数股东损益	87.15	288.90	231.5
<b>净利润</b>	4,694.02	4,063.21	(13.4)
<b>全面摊薄每股收益(人民币)</b>	0.41	0.33	(19.5)
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	19.51	18.39	
营业利润率	15.6	11.8	
净利率	13.7	9.0	
净资产收益率	17.95	9.40	

资料来源:公司数据, 中银国际研究

图表 3. 2011年2季度业绩摘要-A

(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>	19,611.31	23,879.26	21.8
营业成本	(15,381.56)	(18,683.78)	21.5
营业税及附加	(316.40)	(543.71)	71.8
销售费用	(1,457.97)	(1,586.75)	8.8
管理费用	(569.44)	(688.94)	21.0
财务费用	(57.13)	457.59	(900.9)
资产重估损失	(126.23)	(20.04)	(84.1)
<b>总营业费用</b>	(17,908.73)	(21,065.63)	17.6
公允价值变动收益	(361.23)	(55.50)	(84.6)
投资收益	1,483.91	315.72	(78.7)
<b>营业利润</b>	2,825.26	3,073.86	8.8
营业外收入	140.85	154.16	9.5
营业外支出	(14.45)	(20.11)	39.1
<b>税前利润</b>	2,951.66	3,207.91	8.7
税金	(342.74)	(674.15)	96.7
<b>税后利润</b>	2,608.92	2,533.76	(2.9)
少数股东损益	86.60	141.87	63.8
<b>净利润</b>	2,522.31	2,391.90	(5.2)
<b>全面摊薄每股收益(人民币)</b>	0.22	0.19	(13.6)
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	19.95	19.48	
营业利润率	14.4	12.9	
净利率	12.9	10.0	
净资产收益率	9.26	5.46	

资料来源:公司数据, 中银国际研究

图表 4. 2011年上半年业绩摘要-H

(人民币, 百万)	10年上半年	11年上半年	同比变动%
营业收入总计	45,583.99	34,780.98	(23.7)
航空运输收入	33,089.57	43,501.56	31.5
其他营业收入	1,691.41	2,082.42	23.1
成本总计	(30,679.77)	(41,569.53)	35.5
航空油料成本	(10,612.98)	(16,251.15)	53.1
油料衍生合同公允价值变动	720.80	80.39	(88.8)
起降及停机费用	(3,559.42)	(4,274.86)	20.1
折旧	(4,005.59)	(4,578.37)	14.3
飞机保养维修及大修费用	(1,038.64)	(1,466.40)	41.2
员工薪酬	(4,150.84)	(5,528.18)	33.2
航空餐饮费用	(853.59)	(1,185.54)	38.9
飞机及发动机经营租赁费用	(1,495.07)	(1,929.21)	29.0
其他经营租赁费用	(766.74)	(371.24)	(51.6)
其他航班经营费用	(2,654.43)	(2,901.65)	9.3
销售费用	(1,796.60)	(2,558.30)	42.4
行政管理费用	(466.68)	(605.03)	29.6
经营利润	4,101.20	4,014.46	(2.1)
财务收入	294.56	1,595.90	441.8
财务费用	(648.85)	(771.10)	18.8
应占联营公司收益或亏损	1,718.89	646.36	(62.4)
税前利润	5,465.81	5,485.61	0.4
所得税费用	(755.75)	(1,214.02)	60.6
税后利润	4,710.07	4,271.60	(9.3)
少数股东损益	97.17	216.05	122.4
净利润	4,612.90	4,055.55	(12.1)
每股收益(元)	0.398	0.333	(16.3)
<b>主要比率(%)</b>			
营业利润率	9.00	11.54	
净利率	10.12	11.66	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

## 航空客运稳定增长, 货运业务小幅增长

受益国内经济较快增长以及消费结构升级, 全行业航空客运上半年在上年高基数基础上实现稳定增长。公司上半年客运业务实现稳定增长。期内公司投入可用座位公里达到 736.68 亿, 同比增长 23.09%; 实现旅客周转量 494.84 亿收入客公里, 同比增长 25.99%; 平均客座率为 80.75%, 同比提高 1.86 个百分点。其中, 公司国内航线投入可用座公里 486.76 亿, 同比增长 30.53%; 实现收入客公里 401.23 亿, 同比增长 37.81%, 客座率达到 82.43%, 同比提升 4.35 个百分点。航空客运收入同比增长了 35.46% 至 398.24 亿元, 营业利润率提升 0.77 个百分点。

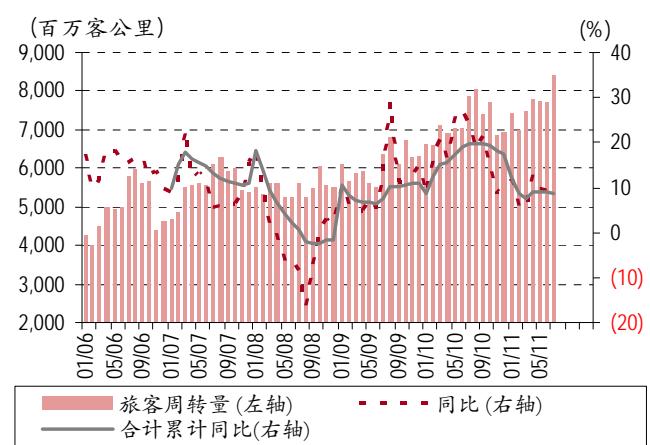
期内公司投入可用货运吨公里达到 40.27 亿, 同比增长 8.1%; 实现货邮周转量 23.97 亿收入货运吨公里, 同比增长 8.22%; 货邮运载率为 59.52%, 同比上升 0.07 个百分点。期内航空货运收入同比增长 2.94% 至 42.49 亿元, 营业利润率下跌 15.1 个百分点, 带累整体营业利润率下跌 0.82 个百分点。

图表 5. 公司 2011 年上半年主营业务细分 - A 股

(人民币, 百万)	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	营业利润率比上年同期增减(%)
航空客运	39,824	31,091	21.93	35.46	34.13	增加 0.77 个百分点
航空货运及邮运	4,249	3,803	10.5	2.94	23.83	减少 15.10 个百分点
其他	30	8	71.25	(2.17)	(71.6)	增加 70.27 个百分点
合计	44,103	34,902	20.86	31.43	32.81	减少 0.82 个百分点

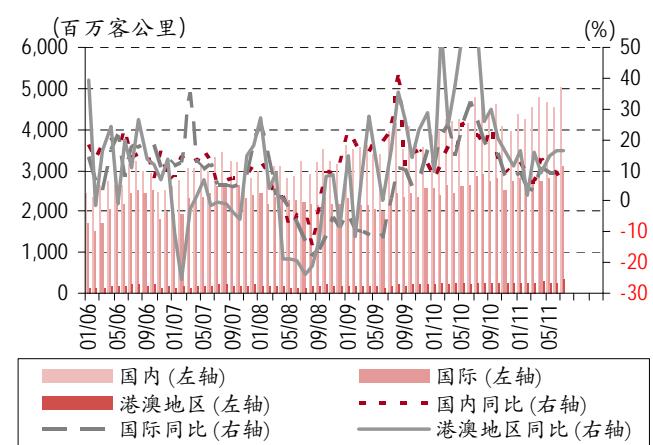
资料来源：公司数据

图表 6. 公司旅客周转量月度数据



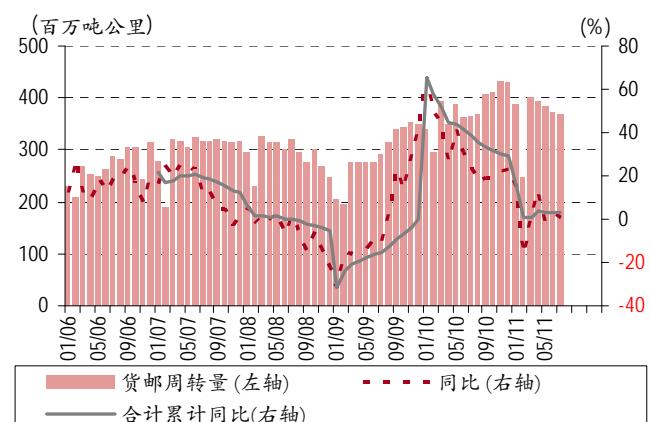
资料来源：公司数据, 中银国际研究

图表 7. 公司旅客周转量月度数据(梯度图)



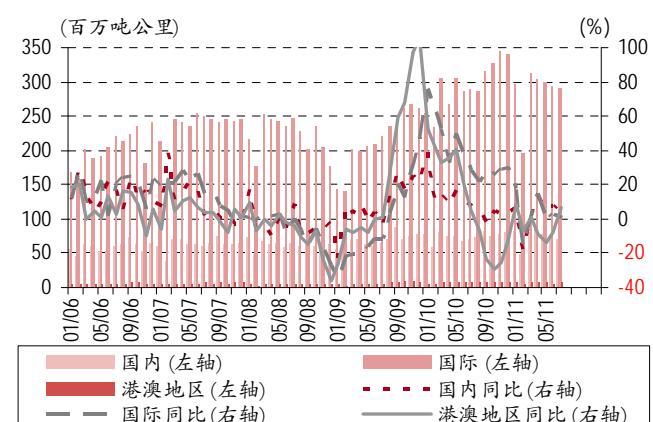
资料来源：公司数据, 中银国际研究

图表 8. 公司货邮周转量月度数据

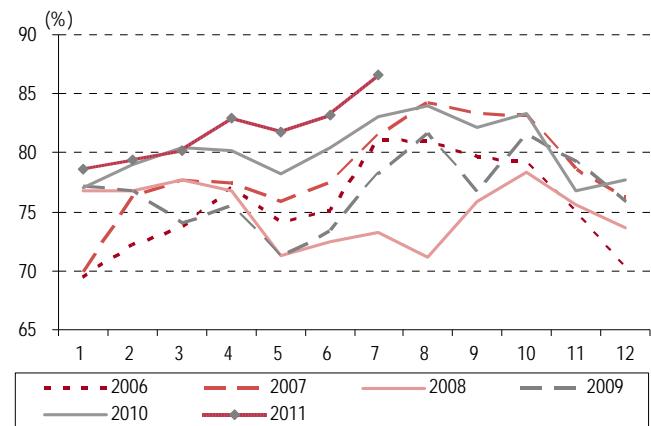


资料来源：公司数据, 中银国际研究

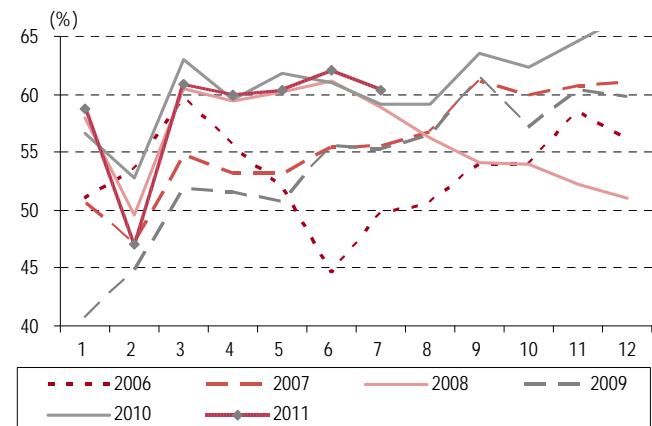
图表 9. 公司货邮周转量月度数据(分航线)



资料来源：公司数据, 中银国际研究

**图表 10.公司客座率月度数据**


资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 11.公司货运载运率月度数据**


资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 12.公司主要运营数据和假设**

主要运营数据假设(%)	2009	2010	2011	2011年 上半年	2011E	2012E	2013E
旅客周转量同比增速	9.8	40.0	26.0	20.8	10.0	10.0	10.0
国际航线	(1.3)	20.6	6.7	8.0	10.0	10.0	10.0
国内航线	19.3	53.7	37.8	28.0	10.0	10.0	10.0
港澳台地区航线	(1.2)	22.7	8.7	7.5	10.0	10.0	10.0
货运周转量同比增速	(2.3)	37.2	8.2	8.0	10.0	10.0	10.0
国际航线	(3.4)	37.5	2.8	3.0	10.0	10.0	10.0
国内航线	8.0	41.0	28.1	25.0	10.0	10.0	10.0
港澳台地区航线	(33.4)	(0.9)	(10.6)	(10.0)	10.0	10.0	10.0
客座率(%)	76.5	80.0	80.8	83.1	83.1	83.1	83.1
货运载运率(%)	54.2	61.6	59.5	62.1	62.1	62.1	62.1

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

## 汇兑收益大幅增加

期内人民币对美元汇率升值约 2.3%，公司录得净汇兑收益 14.8 亿人民币（去年同期为 2.8 亿人民币），相当于贡献每股税前收益 0.115 元人民币，我们估算公司美元负债规模约为 600 亿人民币。我们预计人民币还将继续保持对美元的升值态势，全年升值幅度约为 5%，则公司全年汇兑收益将达到 31 亿人民币，相当于贡献每股税前收益 0.25 元人民币。

### 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	51,095	80,963	101,081	111,183	122,295
销售成本	(41,947)	(61,005)	(77,619)	(84,789)	(92,425)
经营费用	(24)	(876)	(1,929)	(2,569)	(3,880)
息税折旧前利润	2,210	10,507	11,535	13,274	15,439
折旧及摊销	(6,913)	(8,575)	(9,999)	(10,551)	(10,551)
经营利润(息税前利润)	9,124	19,081	21,534	23,825	25,990
净利润收入/(费用)	(1,315)	(1,352)	(2,069)	(2,129)	(2,555)
其他收益/(损失)	4,419	5,870	5,949	3,450	4,400
税前利润	5,315	15,025	15,414	14,596	17,284
所得税	(336)	(2,570)	(3,083)	(2,919)	(3,457)
少数股东权益	51	(247)	(617)	(579)	(698)
净利润	5,029	12,208	11,715	11,097	13,129
核心净利润	5,029	12,208	11,715	11,097	13,129
每股收益(人民币)	0.411	0.947	0.909	0.861	1.018
核心每股收益(人民币)	0.411	0.947	0.909	0.861	1.018
每股股息(人民币)	0.000	0.118	0.091	0.086	0.102
收入增长(%)	(4)	58	25	10	10
息税前利润增长(%)	(240)	375	10	15	16
息税折旧前利润增长(%)	95	109	13	11	9
每股收益增长(%)	(155)	131	(4)	(5)	18
核心每股收益增长(%)	(155)	131	(4)	(5)	18

资料来源: 公司数据, 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	5,315	15,025	15,414	14,596	17,284
折旧与摊销	6,913	8,575	9,999	10,551	10,551
净利润息费用	1,315	1,352	2,069	2,129	2,555
营运资本变动	(500)	2,624	(3,485)	1,364	1,500
税金支付	(336)	(2,570)	(3,083)	(2,919)	(3,457)
其它经营现金流	(5,812)	(5,338)	(5,499)	(3,000)	(3,500)
经营活动产生的现金流	6,895	19,667	15,415	22,720	24,933
购买固定资产净值	(7,758)	(17,324)	(14,360)	(14,360)	(14,361)
投资减少/增加	(6,081)	3,650	3,306	3,000	3,500
其他投资现金流	1,257	(400)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(12,582)	(14,074)	(11,054)	(11,360)	(10,861)
净增权益	0	6,421	0	0	0
净增债务	11,750	1,267	24,538	6,768	7,445
支付股息	(1,386)	(1,600)	(594)	(3,300)	(3,664)
其他融资现金流	(4,938)	(15)	713	306	337
融资活动产生的现金流	5,427	6,074	24,657	3,774	4,118
现金变动	(260)	11,666	29,018	15,134	18,190
期初现金	2,913	2,637	14,205	43,223	58,357
公司自由现金流	(5,687)	5,593	4,362	11,360	14,072
权益自由现金流	6,063	6,860	28,900	18,128	21,517

资料来源: 公司数据, 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	2,637	14,205	43,223	58,357	76,547
应收帐款	3,046	5,017	8,743	9,617	10,579
库存	931	932	2,022	2,224	2,446
其他流动资产	565	834	27	27	27
流动资产总计	7,179	20,988	54,015	70,226	89,599
固定资产	80,879	111,743	116,074	119,854	123,634
无形资产	3,063	4,498	4,528	4,558	4,588
其他长期资产	15,042	17,990	17,990	17,990	17,990
长期资产总计	98,984	134,231	138,593	142,402	146,212
总资产	106,163	155,220	192,608	212,627	235,811
应付帐款	13,945	23,081	24,411	26,851	29,534
短期债务	22,450	27,552	37,827	41,565	45,677
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	36,394	50,633	62,238	68,416	75,211
长期借款	42,688	56,985	71,248	74,278	77,612
其他长期负债	3,120	5,902	6,615	6,922	7,258
股本	12,251	12,892	12,892	12,892	12,892
储备	11,672	28,761	38,951	48,877	60,897
股东权益	23,923	41,653	51,843	61,769	73,789
少数股东权益	39	47	663	1,243	1,941
总负债及权益	106,163	155,220	192,608	212,627	235,811
每股帐面价值(人民币)	1.95	3.23	4.02	4.79	5.72
每股有形资产(人民币)	1.70	2.88	3.67	4.44	5.37
每股净负债/(现金)(人民币)	5.10	5.46	5.11	4.46	3.63

资料来源: 公司数据, 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
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	17.9	23.6	21.3	21.4	21.3
息税前利润率	4.3	13.0	11.4	11.9	12.6
税前利润率	10.4	18.6	15.2	13.1	14.1
净利率	9.8	15.1	11.6	10.0	10.7
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.4	0.9	1.0	1.2
利息覆盖率	1.7	7.4	5.0	5.5	6.0
净权益负债率(%)	260.8	168.7	125.4	91.2	61.7
速动比率	0.2	0.4	0.8	1.0	1.2
估值(倍)					
市盈率	23.4	10.2	10.6	11.2	9.4
核心业务市盈率	23.4	10.2	10.6	11.2	9.4
目标价对应核心业务市盈率	33.2	14.4	15.0	15.8	13.4
市净率	4.9	3.0	2.4	2.0	1.7
价格/现金流	17.1	6.3	8.0	5.5	5.0
企业价值/息税折旧前利润	18.3	9.4	8.1	7.0	6.0
周转率					
存货周转天数	7.6	5.6	6.9	9.1	9.2
应收帐款周转天数	23.4	18.2	24.8	30.1	30.1
应付帐款周转天数	104.8	83.5	85.7	84.1	84.1
回报率(%)					
股息支付率	0.0	12.5	10.0	10.0	10.0
净资产收益率	23.0	37.2	25.1	19.5	19.4
资产收益率	2.0	6.7	5.3	5.2	5.5
已运用资本收益率	2.6	9.8	8.2	8.0	8.2

资料来源: 公司数据, 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	51,392	82,488	101,677	111,800	123,385
销售成本	(41,791)	(65,319)	(81,767)	(89,502)	(97,403)
经营费用	2,990	2,416	2,576	2,389	1,544
息税折旧前利润	5,499	10,928	12,487	14,136	16,974
折旧及摊销	(7,091)	(8,656)	(9,999)	(10,551)	(10,551)
经营利润(息税前利润)	12,591	19,584	22,486	24,687	27,525
净利润收入/(费用)	(1,174)	(1,389)	429	(2,629)	(3,055)
其他收益/(损失)	739	5,295	2,500	3,000	3,500
税前利润	5,065	14,834	15,417	14,508	17,420
所得税	(263)	(2,498)	(3,083)	(2,919)	(3,457)
少数股东权益	51	(331)	(617)	(579)	(698)
净利润	4,853	12,005	11,717	11,009	13,265
核心净利润	4,853	12,005	11,717	11,009	13,265
每股收益(人民币)	0.396	0.931	0.909	0.854	1.029
核心每股收益(人民币)	0.396	0.931	0.909	0.854	1.029
每股股息(人民币)	0.000	0.118	0.091	0.086	0.102
收入增长(%)	(3)	61	23	10	10
息税前利润增长(%)	(388)	99	14	13	20
息税折旧前利润增长(%)	181	56	15	10	11
每股收益增长(%)	(155)	135	(2)	(6)	20
核心每股收益增长(%)	(152)	135	(2)	(6)	20

资料来源: 公司数据, 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	2,676	14,376	45,695	59,475	76,479
应收帐款	3,764	6,021	9,364	10,297	11,364
库存	1,385	1,609	2,339	2,571	2,838
其他流动资产	726	974	131	131	131
<b>流动资产总计</b>	<b>8,551</b>	<b>22,979</b>	<b>57,529</b>	<b>72,474</b>	<b>90,811</b>
固定资产	75,045	96,153	100,484	104,263	108,043
无形资产	1,955	2,164	2,194	2,224	2,254
其他长期资产	22,369	37,478	34,087	35,686	37,444
<b>长期资产总计</b>	<b>99,368</b>	<b>135,795</b>	<b>136,764</b>	<b>142,172</b>	<b>147,741</b>
<b>总资产</b>	<b>107,919</b>	<b>158,774</b>	<b>194,293</b>	<b>214,646</b>	<b>238,552</b>
应付帐款	14,041	23,752	24,379	26,807	29,569
短期债务	22,889	28,133	37,827	41,565	45,677
其他流动负债	268	504	610	671	740
<b>流动负债总计</b>	<b>37,199</b>	<b>52,389</b>	<b>62,816</b>	<b>69,043</b>	<b>75,986</b>
长期借款	42,688	58,221	72,484	75,514	78,848
其他长期负债	4,078	6,793	6,812	7,491	8,267
股本	12,251	12,892	12,892	12,892	12,892
储备	11,665	28,546	38,739	48,577	60,732
<b>股东权益</b>	<b>23,916</b>	<b>41,438</b>	<b>51,631</b>	<b>61,469</b>	<b>73,624</b>
少数股东权益	39	(67)	550	1,129	1,828
<b>总负债及权益</b>	<b>107,919</b>	<b>158,774</b>	<b>194,293</b>	<b>214,646</b>	<b>238,552</b>
每股帐面价值(人民币)	1.95	3.21	4.00	4.77	5.71
每股有形资产(人民币)	1.79	3.05	3.83	4.60	5.54
每股净负债/(现金)(人民币)	5.13	5.58	5.01	4.47	3.73

资料来源: 公司数据, 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	5,065	14,834	15,417	14,508	17,420
折旧及摊销	7,091	8,656	9,999	10,551	10,551
净利息费用	1,174	1,389	(429)	2,629	3,055
运营资本变动	(1,265)	178	(1,312)	1,498	1,699
税金	(263)	(2,498)	(3,083)	(2,919)	(3,457)
其他经营现金流	(6,336)	(4,193)	(7,415)	(5,224)	(6,091)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>5,465</b>	<b>18,366</b>	<b>13,177</b>	<b>21,043</b>	<b>23,176</b>
购买固定资产净值	(7,916)	(17,238)	(10,875)	(15,910)	(16,066)
投资减少/增加	(5,708)	22	0	0	0
其他投资现金流	959	3,158	6,342	3,000	3,500
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(12,666)</b>	<b>(14,058)</b>	<b>(4,534)</b>	<b>(12,910)</b>	<b>(12,566)</b>
净增权益	0	6,421	0	0	0
净增债务	6,813	1,042	23,957	6,768	7,445
支付股息	0	0	(1,524)	(1,171)	(1,110)
其他融资现金流	136	0	243	51	58
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>6,948</b>	<b>7,463</b>	<b>22,676</b>	<b>5,648</b>	<b>6,393</b>
现金变动	(252)	11,771	31,319	13,780	17,003
期初现金	2,949	2,676	14,376	45,695	59,475
公司自由现金流	(7,201)	4,308	8,643	8,132	10,610
权益自由现金流	(388)	5,350	32,600	14,901	18,055

资料来源: 公司数据, 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	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	24.5	23.7	22.1	22.1	22.3
息税前利润率	10.7	13.2	12.3	12.6	13.8
税前利润率	9.9	18.0	15.2	13.0	14.1
净利率	9.4	14.6	11.5	9.8	10.8
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.2	0.4	0.9	1.0	1.2
利息覆盖率	4.6	7.5	4.5	4.8	5.5
净权益负债率(%)	262.6	174.0	123.8	92.0	63.7
速动比率	0.2	0.4	0.9	1.0	1.2
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	16.0	6.8	7.0	7.4	6.2
核心业务市盈率	16.0	6.8	7.0	7.4	6.2
目标价对应核心业务市盈率	18.1	7.7	7.9	8.4	7.0
市净率	3.2	2.0	1.6	1.3	1.1
价格/现金流	14.2	4.5	6.2	3.9	3.5
企业价值/息税折旧前利润	10.2	7.1	5.9	5.1	4.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	11.5	8.4	8.8	10.0	10.1
应收帐款周转天数	27.0	21.6	27.6	32.1	32.0
应付帐款周转天数	104.4	83.6	86.4	83.6	83.4
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	0.0	12.7	10.0	10.1	9.9
净资产收益率	22.1	36.7	25.2	19.5	19.6
资产收益率	5.0	6.8	5.7	5.5	6.0
已运用资本收益率	6.5	10.1	10.8	8.4	8.9

资料来源: 公司数据, 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，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刊载或转发的，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**

英国伦敦嘉能街 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