



股票代码	600026.SS	1138.HK
评级	<b>买入</b>	<b>买入</b>
收盘价	人民币 6.28	港币 5.43
目标价	人民币 8.33	港币 8.64
原先目标价	人民币 8.26	港币 7.55
上/下浮比例	32.7%	59.1%
目标价格基础	市净率	市净率
板块评级	中立	中立

### 股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8	(4)	3	(35)
相对新华富时 A50 指数	(2)	(4)	(7)	(22)

发行股数 (百万)	3,405
流通股 (%)	61.93
流通股市值 (人民币 百万)	13,242
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	42
净负债比率 (%) (2012E)	113.1
主要股东 (%)	
中国海运总公司	46.36

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以 2011 年 3 月 15 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输：航运

杜建平\*

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120037

\* 江映德为本报告重要贡献者

## 中海发展

### 2011 年净利润同比下降 39%，略低于预期

公司 2011 年完成营业收入 122.74 亿元，同比增长 7.7%，归属母公司净利润 10.47 亿元，同比下降 39%，每股收益为 0.308 元，略低于我们的预期，但高于市场平均预期。其中四季度净利润 2.3 亿元，同比下降 10.6%。受公司新增运力陆续投产尤其是 VLCC 投入使用影响，公司运能同比大幅增加并带动收入增长。但外贸运输市场运力过剩导致的运价大幅下滑以及油价持续高位带来燃油成本大幅上涨使得公司净利润大幅下降。占公司收入 61% 的内贸业务稳定增长使得公司在行业低迷时仍能保持盈利，业绩好于同业。我们将中海发展 (A+H) 2012-2014 年的盈利预测分别下调至 0.206 元、0.340 元和 0.598 元人民币，并维持其 A 股和 H 股的买入评级不变。

#### 支撑评级的要点

- 运力增加带来业务量和收入增长，但外贸业务运价下跌拖累收入增速。2011 年公司完成货运量 1.84 亿吨，货运周转量 3,459 亿吨海里，同比分别增长 10.9% 和 28.2%。但 2011 年 BDI、BDTI 和 BCTI 指数均值同比分别下滑 43.8%、12.7% 和 1.7%，受此影响公司外贸业务单位运价同比下降 16.2%。受益于内贸市场相对较好，运价较为稳定，2011 年 CCBFI 均值同比仅下跌 6.3%。而公司通过大量长期合同的保护，内贸业务单位运价同比持平。我们预计 2012 年公司内贸散货 COA 合同运价同比下降 6%，其导致的利润下降占当年利润的 26%。
- 油价上涨侵蚀公司利润，但公司表现好于同业及预期。2011 年新加坡 380CST 燃油均价同比上涨 39.4%，公司燃油成本同比大幅上涨 30.5%，在营业成本中占比 47.2%。公司通过推行经济航速以及加强管理和提高技术等方式，使得公司单位油耗同比下降 9.1%，此外公司的单位燃油成本同比仅增长 12%，表现好于同业其他公司以及我们的预期。
- 市净率处于低位。目前 A 股和 H 股股价分别对应 0.9 倍和 0.6 倍市净率，处于历史相对低位。由于公司采取稳健的经营策略，在行业普遍亏损的情况下仍能保持盈利，表现优于同业。

#### 评级面临的主要风险

- 未来两年大规模的资本开支以及油价大幅上涨侵蚀公司利润。

#### 估值

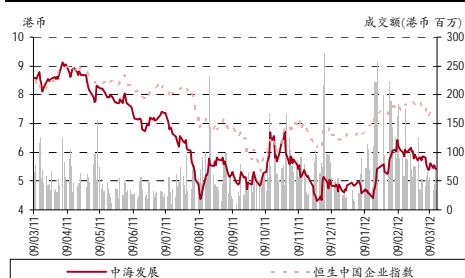
- 由于公司正常情况下不会亏损，我们分别以 1.2 倍和 1.0 倍 2012 年市净率，将公司 A 股和 H 股目标价上调至 8.33 元人民币和 8.64 港币，并维持 A 股和 H 股的买入评级不变。

#### 投资摘要 — A 股

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	11,409	12,291	14,627	16,925	18,938
变动 (%)	28	8	19	16	12
净利润 (人民币 百万)	1,717	1,047	703	1,158	2,036
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.504	0.308	0.206	0.340	0.598
变动 (%)	(61)	(39)	(33)	65	76
市场预期每股收益 (人民币)			0.383	0.615	
先前预测每股收益 (人民币)				(46)	(45)
调整幅度 (%)				82	87
核心每股收益 (人民币)	0.444	0.259	0.162	0.296	0.554
变动 (%)	(66)	(42)	(37)		
全面摊薄市盈率 (倍)	12.5	20.4	30.4	18.5	10.5
核心市盈率 (倍)	14.2	24.3	38.7	21.2	11.3
每股现金流量 (人民币)	0.80	0.43	0.89	1.04	1.32
价格/每股现金流量 (倍)	7.9	14.5	7.1	6.0	4.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	10.6	14.0	15.8	13.0	9.5
每股股息 (人民币)	0.170	0.100	0.032	0.053	0.092
股息率 (%)	2.7	1.6	0.5	0.8	1.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 股价表现—H股



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	9	(11)	17	(36)
相对恒生中国企业指数	(1)	(7)	1	(26)

发行股数(百万)	3,405
流通股(%)	38.07
流通股市值(港币 百万)	7,037
3个月日均交易额(港币 百万)	63
净负债比率(%) (2012E)	113.1

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以 2012 年 3 月 15 日收市价为标准

## 投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	11,284	12,173	14,481	16,756	18,749
变动(%)	29.25	7.89	18.96	15.71	11.89
净利润(人民币 百万)	1,717	1,047	703	1,158	2,036
全面摊薄每股收益(人民币)	0.504	0.308	0.206	0.340	0.598
变动(%)	(61.21)	(38.99)	(32.90)	64.75	75.84
市场预期每股收益(人民币)			0.383	0.615	
先前预测每股收益(人民币)					
调整幅度(%)			(46)	(45)	
全面摊薄市盈率(倍)	8.8	14.4	21.5	13.0	7.4
每股现金流量(人民币)	0.80	0.43	0.89	1.04	1.32
价格/每股现金流量(倍)	5.5	10.3	5.0	4.2	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	12.1	13.9	11.4	8.3
每股股息(人民币)	0.170	0.100	0.032	0.053	0.092
股息率(%)	3.8	2.3	0.7	1.2	2.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 估值及评级

我们将中海发展(A+H) 2012-2014 年的盈利预测分别下调至 0.206 元、0.340 元和 0.598 元人民币。目前公司 A 股和 H 股股价分别对应 2011 年 0.9 倍和 0.6 倍市净率，处于历史相对低位。处于历史相对低位。由于公司采取稳健的经营策略，在行业普遍亏损的情况下仍能保持盈利，表现优于同业。由于公司正常情况下不会亏损，我们分别以 1.2 倍和 1.0 倍 2012 年市净率，将公司 A 股和 H 股目标价上调至 8.33 元人民币和 8.64 港币，并维持 A 股和 H 股的买入评级不变。

## 业绩摘要

公司 2011 年完成营业收入 122.74 亿元，同比增长 7.7%，归属母公司净利润 10.47 亿元，同比下降 39%，每股收益为 0.308 元，略低于我们的预期，但高于市场平均预期。其中四季度营业成本同比仅上升 7.3%，使得净利润达到 2.3 亿元，同比仅下降 10.6%。

**图表 1.2011 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	10 年	11 年	同比变动(%)
营业收入	11,409.42	12,290.58	7.7
营业成本	(8,936.26)	(10,644.28)	19.1
营业税及附加	(117.29)	(117.22)	(0.1)
销售及营销费用	(42.89)	(51.73)	n.a.
管理费用	(314.80)	(368.24)	17.0
财务费用	(249.63)	(423.88)	69.8
资产重估损失	(0.96)	1.17	(221.7)
营业成本	(9,661.83)	(11,604.18)	20.1
投资收益	217.94	371.82	70.6
营业利润	1,965.53	1,058.23	(46.2)
营业外收入	219.80	193.52	(12.0)
营业外支出	(13.92)	(26.70)	91.8
税前利润	2,171.41	1,225.05	(43.6)
所得税	(449.44)	(146.29)	(67.5)
税后利润	1,721.97	1,078.76	(37.4)
少数股东权益	5.44	31.45	478.1
净利润	1,716.53	1,047.32	(39.0)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.50	0.31	(39.0)
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率			
营业利润率	21.7	13.4	
净利率	17.2	8.6	

资料来源: 公司数据

**图表 2.4 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	10 年 4 季度	11 年 4 季度	同比变动(%)
营业收入	2,929.09	2,985.33	1.9
营业费用	(2,430.33)	(2,607.16)	7.3
营业税及附加	(23.92)	(25.01)	4.5
销售及营销费用	(10.06)	(12.88)	n.a.
管理费用	(109.85)	(144.38)	31.4
财务费用	(110.30)	(72.74)	(34.1)
资产重估损失	(1.17)	(0.00)	(99.9)
营业成本	(2,685.63)	(2,862.17)	6.6
投资收益	45.26	106.66	135.7
营业利润	288.72	229.83	(20.4)
营业外收入	19.59	44.15	125.4
营业外支出	(6.04)	(5.32)	(12.0)
税前利润	302.27	268.66	(11.1)
所得税	(43.74)	(26.17)	(40.2)
税后利润	258.53	242.49	(6.2)
少数股东权益	(0.92)	10.42	(1,232.5)
净利润	259.45	232.08	(10.6)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.08	0.07	(10.6)
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	17.0	12.7	
营业利润率	9.9	7.7	
净利率	8.9	7.8	

资料来源: 公司数据

## 外贸业务运价同比大幅下滑，内贸业务运价稳定

2011年公司内外贸业务收入、业务量以及单位运价数据如下表所示：

图表 3.公司主营业务收入及业务量数据

	收入 (百万元)		货运量(万吨)		运输周转量(亿吨海里)		单位运价 (元/千吨海里)	
	2011 年	同比增减%	2011 年	同比增减%	2011 年	同比增减%	2011 年	同比增减%
内贸油品	3,396.0	(1.5)	5,142.5	3.5	255.3	(4.9)	133.0	3.9
内贸煤炭	3,560.0	4.8	5,781.5	1.5	521.4	3.4	68.3	1.6
内贸铁矿石	324.0	4.9	1,223.7	3.4	67.3	17.4	48.1	(6.0)
内贸其他	227.0	22.7	279.0	38.6	38.9	38.4	58.4	14.3
外贸油品	2,834.0	6.9	3,622.3	13.2	1,617.9	20.8	17.5	(11.6)
外贸煤炭	429.0	101.4	551.4	146.8	141.3	223.2	30.4	(37.5)
外贸铁矿石	1,070.0	130.1	1,117.1	148.4	493.2	183.0	21.7	(20.4)
外贸其他	432.0	(40.9)	665.9	1.9	323.6	14.8	13.3	(47.7)
合计	12,272.0	7.7	18,383.4	10.9	3,459.0	28.2	35.5	(15.9)

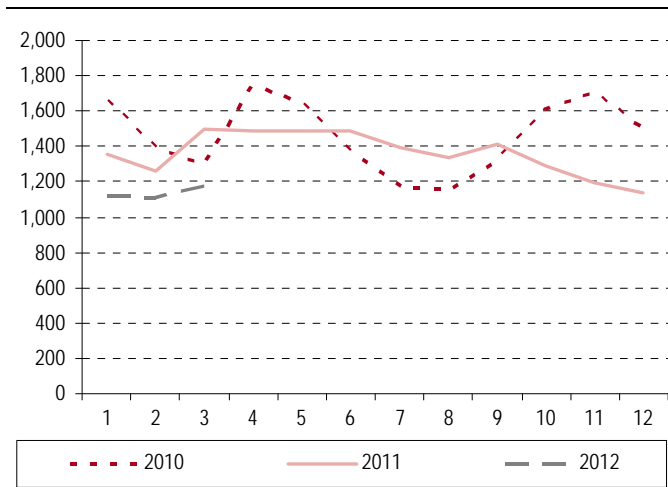
资料来源：公司数据

内贸业务方面，由于国内经济表现相对较好，且内贸市场多以长期合同为主，因而市场运价较为稳定。2011年，中国沿海散货运价（CCBFI）综合指数均值同比仅下跌 6.3%，其中煤炭指数同比下跌 8.5%，而原油指数和成品油指数同比上涨 2.1%和 12.0%。由于公司签订大量 COA 合同对运力进行锁定，而 COA 合同一般期限较长，运价稳定，因而公司 2011 年内贸业务单位运价同比持平。

外贸业务方面，受运力过剩以及需求疲软影响，国际干散货物运输市场以及油运市场持续低迷，运价大幅下滑。2011 年 BDI、BDTI 和 BCTI 指数均值同比分别下滑 43.8%、12.7%和 1.7%。受此影响，公司外贸油运、外贸煤炭以及外贸铁矿石运输单位运价同比分别下降 11.6%、37.5%和 20.4%。

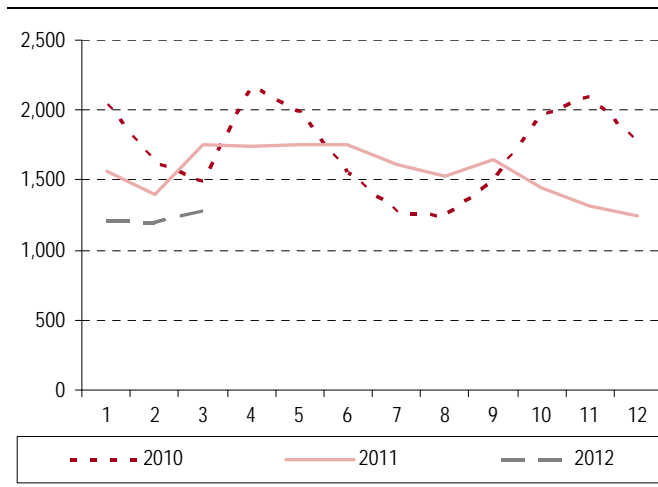
但由于 2011 年市场内贸市场运价同比下滑，因而预计公司 2012 年初签订的 COA 合同运价同比降出现下滑，我们预计下滑幅度在 6%左右，这将使得公司净利润减少 1.85 亿元，占 2012 年预测利润的 26%，影响较大。

图表 4.CCBFI-综合指数走势图



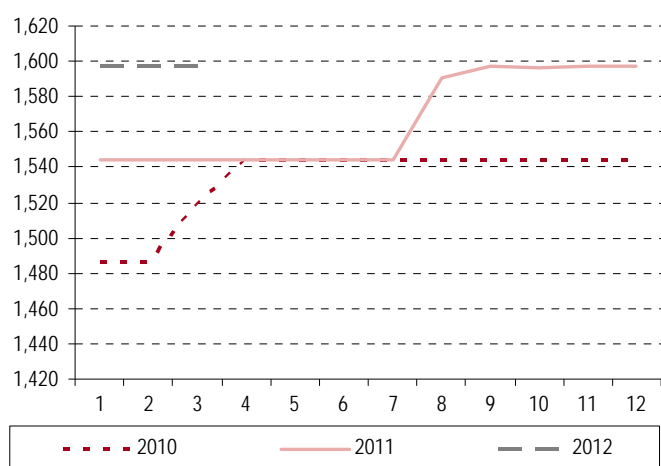
资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 5.CCBFI-煤炭指数走势图



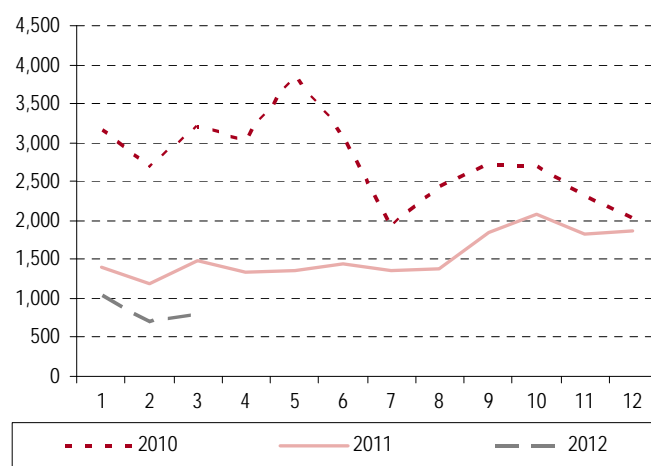
资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 6.CCBFI-原油指数走势图



资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 7.BDI 综合指数走势图



资料来源：万得资讯及中银国际研究

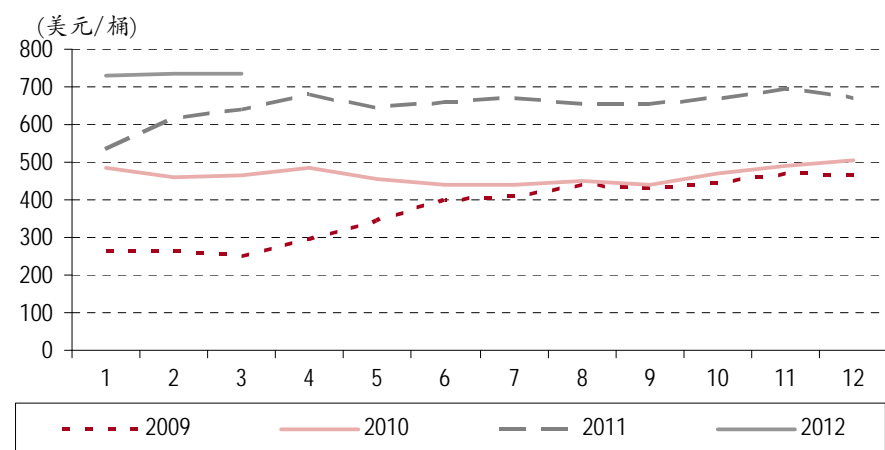
### 未来折旧成本大增，且面临较大的资本开支压力

受运力交付导致的大规模资本开支影响，公司负债率有所上升，2011 年资产负债率从去年的 43.3% 上升至 52.8%，但仍处于较好的水平。根据现有订单情况，公司 2012-2014 年的资本开支分别为人民币 93.9 亿元、31.8 亿元和 8.0 亿元，随着运力的陆续交付，公司未来仍将面临较大的开支，我们预计 2012 年公司资产负债率进一步上升至 57.6%。与此同时，公司 2012 年固定资产折旧同比预计将上升约 28%。

### 油价持续上涨侵蚀利润

2011 年新加坡 380CST 燃油均价同比上涨 39.4%，公司燃油成本同比大幅上涨 30.5%，在营业成本中占比 47.2%。公司通过推行经济航速以及加强管理和提高技术等方式，使得公司单位油耗同比下降 9.1%，此外公司的单位燃油成本同比仅增长 12%，表现好于同业其他公司以及我们的预期。由于目前油价仍处于高位，且短期内难见大幅下滑，因而我们预计 2012 年公司单位燃油成本同比上涨 15%，在货运周转量同比增长 28% 的假设下，公司燃油成本同比上涨 47%，继续侵蚀公司利润。

图表 8.新加坡 380CST 燃油价格走势



资料来源：万得资讯及中银国际研究



**损益表 - A 股 (人民币 百万)**

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	11,409	12,291	14,627	16,925	18,938
销售成本	(8,936)	(10,644)	(13,269)	(14,948)	(15,886)
经营费用	(258)	(164)	(238)	(298)	(342)
息税折旧前利润	3,574	3,228	3,328	4,087	5,238
折旧及摊销	(1,359)	(1,746)	(2,208)	(2,408)	(2,528)
经营利润 (息税前利润)	2,215	1,482	1,120	1,678	2,709
净利息收入/(费用)	(250)	(424)	(480)	(482)	(431)
其他收益/(损失)	206	167	150	150	150
税前利润	2,171	1,225	790	1,347	2,428
所得税	(449)	(146)	(65)	(153)	(329)
少数股东权益	(5)	(31)	(22)	(36)	(63)
净利润	1,717	1,047	703	1,158	2,036
核心净利润	1,511	880	553	1,008	1,886
每股收益(人民币)	0.504	0.308	0.206	0.340	0.598
核心每股收益(人民币)	0.444	0.259	0.162	0.296	0.554
每股股息(人民币)	0.17	0.100	0.032	0.053	0.092
收入增长(%)	27.92	7.72	19.01	15.71	11.89
息税前利润增长(%)	79.20	(33)	(24)	50	61
息税折旧前利润增长(%)	54.88	(10)	3	23	28
每股收益增长(%)	(61)	(39)	(33)	65	76
核心每股收益增长(%)	(66)	(42)	(37)	82	87

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,171	1,225	790	1,347	2,428
折旧与摊销	1,359	1,746	2,208	2,408	2,528
净利息费用	250	424	480	482	431
运营资本变动	(276)	(1,231)	17	(80)	(70)
税金	(449)	(146)	(65)	(153)	(329)
其他经营现金流	(334)	(546)	(406)	(446)	(491)
经营活动产生的现金流	2,721	1,471	3,024	3,557	4,497
购买固定资产净值	(8,023)	(8,374)	(9,500)	(3,500)	(1,000)
投资减少/增加	(389)	(484)	406	446	491
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,411)	(8,858)	(9,094)	(3,054)	(509)
净增权益	118	160	0	0	0
净增债务	5,141	5,939	6,000	0	0
支付股息	(340)	(579)	(340)	(109)	(179)
其他融资现金流	(365)	4,219	(480)	(482)	(431)
融资活动产生的现金流	4,553	9,739	5,179	(590)	(610)
现金变动	(1,137)	2,352	(891)	(87)	3,378
期初现金	2,222	1,062	3,377	2,486	2,539
公司自由现金流	(5,690)	(7,387)	(6,070)	503	3,988
权益自由现金流	(550)	(1,447)	(70)	503	3,988

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,062	3,377	2,486	2,539	5,916
应收帐款	1,236	1,660	1,841	2,123	2,369
库存	449	824	980	1,134	1,269
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	2,747	5,861	5,307	5,795	9,554
固定资产	35,281	41,766	49,058	50,150	48,622
无形资产	29	22	22	22	22
其他长期资产	2,652	3,939	3,939	3,939	3,939
长期资产总计	37,963	45,728	53,020	54,111	52,583
总资产	40,710	51,589	58,327	59,907	62,138
应付帐款	2,139	1,906	2,260	2,615	2,926
短期债务	2,424	4,573	4,573	4,714	4,714
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	4,562	6,479	6,833	7,328	7,639
长期借款	12,122	19,865	25,865	25,865	25,865
其他长期负债	934	903	903	903	903
股本	3,405	3,405	3,405	3,405	3,405
储备	19,174	20,234	20,597	21,646	23,503
股东权益	22,579	23,639	24,001	25,050	26,907
少数股东权益	513	703	725	760	823
总负债及权益	40,710	51,589	58,327	59,907	62,138
每股帐面价值(人民币)	6.63	6.94	7.05	7.36	7.90
每股有形资产(人民币)	6.62	6.94	7.04	7.35	7.90
每股净负债/(现金)(人民币)	3.96	6.19	8.21	8.24	7.24

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	31.3	26.3	22.8	24.1	27.7
息税前利润率(%)	19.4	12.1	7.7	9.9	14.3
税前利润率(%)	19.0	10.0	5.4	8.0	12.8
净利率(%)	15.0	8.5	4.8	6.8	10.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.6	0.9	0.8	0.8	1.3
利息覆盖率(倍)	9.9	4.5	3.3	4.5	7.3
净权益负债率(%)	58.4	86.5	113.1	108.6	88.9
速动比率(倍)	0.5	0.8	0.6	0.6	1.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	12.5	20.4	30.4	18.5	10.5
核心业务市盈率(倍)	14.2	24.3	38.7	21.2	11.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	18.8	32.2	51.3	28.1	15.0
市净率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	7.9	14.5	7.1	6.0	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	14.0	15.8	13.0	9.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	16.3	21.8	24.8	25.8	27.6
应收帐款周转天数	36.3	43.0	43.7	42.7	43.3
应付帐款周转天数	64.4	60.1	52.0	52.6	53.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	33.7	32.5	15.5	15.5	15.5
净资产收益率(%)	7.8	4.5	3.0	4.7	7.8
资产收益率(%)	4.6	2.3	1.3	2.0	3.3
已运用资本收益率(%)	6.4	3.4	2.2	3.0	4.7

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	11,284	12,173	14,481	16,756	18,749
销售成本	(8,931)	(10,644)	(13,269)	(14,948)	(15,886)
经营费用	(141)	(47)	(92)	(129)	(153)
息税折旧前利润	3,574	3,228	3,328	4,087	5,238
折旧及摊销	(1,359)	(1,746)	(2,208)	(2,408)	(2,528)
经营利润(息税前利润)	2,215	1,482	1,120	1,678	2,709
净利息收入/(费用)	(250)	(424)	(480)	(482)	(431)
其他收益/(损失)	206	167	150	150	150
税前利润	2,171	1,225	790	1,347	2,428
所得税	(449)	(146)	(65)	(153)	(329)
少数股东权益	(5)	(31)	(22)	(36)	(63)
净利润	1,717	1,047	703	1,158	2,036
核心净利润	1,511	880	553	1,008	1,886
每股收益(人民币)	0.504	0.308	0.206	0.340	0.598
核心每股收益(人民币)	0.444	0.259	0.162	0.296	0.554
每股股息(人民币)	0.170	0.100	0.032	0.053	0.092
收入增长(%)	29.25	7.89	18.96	15.71	11.89
息税前利润增长(%)	79.20	(33.09)	(24.43)	49.87	61.42
息税折旧前利润增长(%)	54.88	(9.68)	3.09	22.79	28.16
每股收益增长(%)	(61)	(39)	(33)	65	76
核心每股收益增长(%)	(66)	(42)	(37)	82	87

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,171	1,225	790	1,347	2,428
折旧与摊销	1,359	1,746	2,208	2,408	2,528
净利息费用	250	424	480	482	431
运营资本变动	(276)	(1,231)	17	(80)	(70)
税金	(449)	(146)	(65)	(153)	(329)
其他经营现金流	(334)	(546)	(406)	(446)	(491)
经营活动产生的现金流	2,721	1,471	3,024	3,557	4,497
购买固定资产净值	(8,023)	(8,374)	(9,500)	(3,500)	(1,000)
投资减少/增加	(389)	(484)	406	446	491
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,411)	(8,858)	(9,094)	(3,054)	(509)
净增权益	118	160	0	0	0
净增债务	5,141	5,939	6,000	0	0
支付股息	(340)	(579)	(340)	(109)	(179)
其他融资现金流	(365)	4,219	(480)	(482)	(431)
融资活动产生的现金流	4,553	9,739	5,179	(590)	(610)
现金变动	(1,137)	2,352	(891)	(87)	3,378
期初现金	2,222	1,062	3,377	2,486	2,539
公司自由现金流	(5,690)	(7,387)	(6,070)	503	3,988
权益自由现金流	(550)	(1,447)	(70)	503	3,988

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,062	3,377	2,486	2,539	5,916
应收帐款	1,236	1,660	1,841	2,123	2,369
库存	449	824	980	1,134	1,269
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	2,747	5,861	5,307	5,795	9,554
固定资产	35,281	41,766	49,058	50,150	48,622
无形资产	29	22	22	22	22
其他长期资产	2,652	3,939	3,939	3,939	3,939
长期资产总计	37,963	45,728	53,020	54,111	52,583
总资产	40,710	51,589	58,327	59,907	62,138
应付帐款	2,139	1,906	2,260	2,615	2,926
短期债务	2,424	4,573	4,573	4,714	4,714
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	4,562	6,479	6,833	7,328	7,639
长期借款	12,122	19,865	25,865	25,865	25,865
其他长期负债	934	903	903	903	903
股本	3,405	3,405	3,405	3,405	3,405
储备	19,174	20,234	20,597	21,646	23,503
股东权益	22,579	23,639	24,001	25,050	26,907
少数股东权益	513	703	725	760	823
总负债及权益	40,710	51,589	58,327	59,907	62,138
每股帐面价值(人民币)	6.63	6.94	7.05	7.36	7.90
每股有形资产(人民币)	6.62	6.94	7.04	7.35	7.90
每股净负债/(现金)(人民币)	3.96	6.19	8.21	8.24	7.24

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	31.7	26.5	23.0	24.4	27.9
息税前利润率(%)	19.6	12.2	7.7	10.0	14.5
税前利润率(%)	19.2	10.1	5.5	8.0	13.0
净利率(%)	15.2	8.6	4.9	6.9	10.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.6	0.9	0.8	0.8	1.3
利息覆盖率(倍)	9.9	4.5	3.3	4.5	7.3
净权益负债率(%)	58.4	86.5	113.1	108.6	88.9
速动比率(倍)	0.5	0.8	0.6	0.6	1.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	8.8	14.4	21.5	13.0	7.4
核心业务市盈率(倍)	10.0	17.1	27.3	15.0	8.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	15.9	27.3	43.4	23.8	12.7
市净率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
价格/现金流(倍)	5.5	10.3	5.0	4.2	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	12.1	13.9	11.4	8.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	16.3	21.8	24.8	25.8	27.6
应收帐款周转天数	36.7	43.4	44.1	43.2	43.7
应付帐款周转天数	65.1	60.6	52.5	53.1	53.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	33.7	32.5	15.5	15.5	15.5
净资产收益率(%)	7.8	4.5	3.0	4.7	7.8
资产收益率(%)	4.6	2.3	1.3	2.0	3.3
已运用资本收益率(%)	6.4	3.4	2.2	3.0	4.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。



## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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