



股票代码	601919.SS	1919.HK
评级	持有	卖出
收盘价	人民币 4.01	港币 3.82
目标价	人民币 4.18	港币 3.11
原先目标价	人民币 4.75	港币 3.36
上/下浮比例	4%	-19%
目标价格基础	1.7倍13年市净率	1.0倍13年市净率
板块评级	中立	中立

中国远洋

2012年净亏损95.6亿元，A股将被ST

2012年公司实现营业收入720.6亿人民币，同比增长4.6%，归属于母公司所有者净亏损为95.6亿人民币，低于预期；每股收益-0.936元人民币，公司4季度净亏损31.5亿人民币，亏损幅度环比有所扩大。受运价大幅下滑以及油价持续攀升影响，公司连续2年巨亏，其A股即将面临ST。我们将中国远洋(A+H)2013-2014年的盈利预测分别下调至0.03元和0.09元，14年每股收益预测为0.367元人民币，并将A股和H股的目标价分别按1.7倍和1.0倍市净率分别调整为4.18元人民币和3.11港币，维持其持有和卖出评级不变。

股价表现 — A股

(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对				
相对新华富时A50指数				
发行股数(百万)			10,216	
流通股(%)			73.18	
流通股市值(人民币百万)			36,557	
3个月日均交易额(人民币百万)				
净负债比率(%) (2012E)			55.8	
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
以2013年3月27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

支撑评级的要点

- 干散货业务巨亏成为拖累业绩的最主要因素。2012年受干散货船运力严重过剩影响，市场运价大幅下跌，BDI综合指数均值同比暴跌40.6%，公司干散货业务收入同比分别下降31.1%，板块毛利润为亏损45亿元。
- 集装箱航运业务环比好转，物流和码头业务盈利保持稳定。2012年在班轮公司联手提价的推动下，市场运价明显回升，公司集装箱航运板块收入和单箱收入同比分别增长18.4%和4.2%，板块毛利润由上年的亏损27亿扭转为盈利2.4亿元。而物流板块和码头业务继续保持稳定，收入同比分别增长45%、20%，毛利润同比分别增长6.3%和21.2%。
- 油价持续高位侵蚀公司利润。2012年新加坡380CST燃油均价同比上涨2.2%，公司燃油成本依旧居高不下，侵蚀利润。
- 2013年公司全力扭亏，67亿元出售中远物流迈出第一步。由于公司连续2年亏损，其A股股票将被ST，若13年继续亏损其股票将面临暂停上市风险。公司以67元的价格将中远物流100%股权出售给中远集团，预计该笔交易给公司带来16亿元营业外收入。由于年内航运业形势仍不乐观，公司扭亏仍面临较大压力，期待公司为扭亏所做的进一步努力，并关注2013年下半年干散货市场周期拐点之后公司股价的长期投资价值。

评级面临的主要风险

- 油价大幅上涨侵蚀公司利润，公司A股被ST带来的风险。

估值

- 我们分别以1.7倍和1.0倍2012年市净率，将公司A股和H股目标价分别调整为4.18元人民币和3.11港币，并维持A股和H股的持有和卖出评级不变。

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币百万)	68,908	72,057	68,627	76,829	82,962
变动(%)	(14.54)	4.57	(4.76)	11.95	7.98
净利润(人民币百万)	(10,449)	(9,559)	310	868	3,128
全面摊薄每股收益(人民币)	(1.023)	(0.936)	0.030	0.085	0.306
变动(%)	(254.30)	8.51	(103.24)	180.02	260.12
先前预测每股收益(人民币)			0.171	0.234	
调整幅度(%)			(82.2)	(63.7)	
核心每股收益(人民币)	(0.925)	(0.800)	(0.165)	0.085	0.306
变动(%)	(226)	14	(79)	(151)	260
全面摊薄市盈率(倍)	(3.9)	(4.3)	132.1	47.2	13.1
核心市盈率(倍)	(4.3)	(5.0)	(24.2)	47.2	13.1
每股现金流量(人民币)	(0.49)	(0.49)	0.70	0.74	0.93
价格/每股现金流量(倍)	(8.2)	(8.2)	5.7	5.4	4.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(18.3)	(45.2)	61.8	19.4	13.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.056	0.114
股息率(%)	-	-	-	1.4	2.9

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				
相对恒生中国企业指数				
发行股数(百万)				10,216
流通股(%)				25.26
流通股市值(港币百万)				9,496
3 个月日均交易额(港币百万)				
净负债比率(%) (2012E)				24.1
主要股东(%)				
中国远洋(集团)总公司				52.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 3 月 27 日收市价为标准

投资摘要 — H 股

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	84,639	88,329	84,411	94,500	102,043
变动(%)	(12)	4	(4)	12	8
净利润(人民币 百万)	(10,449)	(9,559)	310	868	3,128
全面摊薄每股收益(人民币)	(1.023)	(0.936)	0.030	0.085	0.306
变动(%)	(254)	9	(103)	180	260
先前预测每股收益(人民币)			0.171	0.234	
调整幅度(%)			(82.2)	(63.7)	
全面摊薄市盈率(倍)	(3.0)	(3.3)	100.8	36.0	10.0
每股现金流量(人民币)	(0.5)	(0.5)	0.7	0.7	0.9
价格/每股现金流量(倍)	(6.2)	(6.2)	4.4	4.1	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(16.6)	(41.4)	56.8	17.8	12.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.056	0.114
股息率(%)	-	-	-	1.8	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值及评级

我们将中国远洋 (A+H) 2013-2014 年的盈利预测分别下调至 0.03 元和 0.09 元, 14 年每股收益预测为 0.367 元人民币, 并将 A 股和 H 股的目标价分别按 1.7 倍和 1.0 倍市净率分别调整为 4.18 元人民币和 3.11 港币, 维持其**持有**和**卖出**评级不变。

业绩摘要

2012 年公司实现营业收入 720.6 亿人民币, 同比增长 4.6%, 归属于母公司所有者净亏损为 95.6 亿人民币, 低于预期; 每股收益-0.936 元人民币, 公司 4 季度净亏损 31.5 亿人民币, 亏损幅度环比有所扩大。受运价大幅下滑以及油价持续攀升影响, 公司连续 2 年巨亏, 其 A 股即将面临 ST。

图表 1.2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年	12 年	同比变动(%)
营业收入	68,908.2	72,056.8	4.6
营业成本	(71,888.8)	(72,442.0)	0.8
营业税及附加	(460.3)	(408.9)	(11.2)
销售及营销费用	(161.9)	(135.0)	(16.6)
管理费用	(5,357.8)	(5,045.3)	(5.8)
财务费用	(102.0)	(1,627.6)	1,495.6
资产重估损失	(107.6)	(164.5)	52.9
营业成本	(78,078.3)	(79,823.3)	2.2
投资收益	2,364.6	1,757.6	(25.7)
营业利润	(6,805.5)	(6,008.9)	(11.7)
营业外收入	984.5	1,180.3	19.9
营业外支出	(1,986.3)	(2,568.8)	29.3
税前利润	(7,807.4)	(7,397.3)	(5.3)
所得税	(1,031.4)	(740.1)	(28.2)
税后利润	(8,838.8)	(8,137.4)	(7.9)
少数股东权益	1,610.0	1,421.7	(11.7)
净利润	(10,448.9)	(9,559.2)	(8.5)
全面摊薄每股收益(人民币)	(1.023)	(0.936)	(8.5)
主要比率(%)			
毛利率	(4.3)	(0.5)	
营业利润率	(9.9)	(8.3)	
净利率	(15.2)	(13.3)	

资料来源: 公司数据

图表 2.4 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	11年4季度	12年4季度	同比变动(%)
营业收入	16,451.44	18,351.10	11.5
营业费用	(19,455.46)	(18,447.80)	(5.2)
营业税及附加	(116.90)	(79.05)	(32.4)
销售及营销费用	(50.23)	(40.24)	(19.9)
管理费用	(1,806.17)	(1,444.07)	(20.0)
财务费用	75.17	(281.13)	(474.0)
资产重估损失	(109.39)	(159.70)	46.0
营业成本	(21,462.98)	(20,451.99)	(4.7)
投资收益	374.66	413.46	10.4
营业利润	(4,636.89)	(1,687.43)	(63.6)
营业外收入	204.24	201.94	(1.1)
营业外支出	(598.23)	(1,137.89)	90.2
税前利润	(5,030.87)	(2,623.38)	(47.9)
所得税	(434.47)	(261.21)	(39.9)
税后利润	(5,465.35)	(2,884.59)	(47.2)
少数股东权益	206.96	271.78	31.3
净利润	(5,672.31)	(3,156.37)	(44.4)
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.56)	(0.31)	(44.4)
主要比率(%)			
毛利率	(18.3)	(0.5)	
营业利润率	(28.2)	(9.2)	
净利率	(34.5)	(17.2)	

资料来源: 公司数据

干散货业务继续巨亏, 集运业务环比好转, 物流码头盈利稳定

图表: 2012年公司主要业务板块收入和毛利情况

(百万元人民币)	收入	成本	毛利	毛利率	毛利率 同比增 减
集运相关业务	43,168.5	42,924.8	243.8	0.6	10.7
干散货航运	16,097.8	20,594.1	(4,496.3)	(27.9)	(16.2)
物流	9,275.4	7,470.2	1,805.2	19.5	(7.1)
集装箱码头业务	2,631.5	1,698.1	933.4	35.5	0.3
集装箱租赁业务	2,107.0	991.3	1,115.7	53.0	(1.7)
其他业务	55.0	2.4	52.6	95.7	(4.3)
小计	73,335.2	73,680.8	(345.6)	(0.5)	3.7
内部抵消	1,278.4	1,238.8	39.6	3.1	2.4
合计	72,056.8	72,442.0	(385.2)	(0.5)	3.8

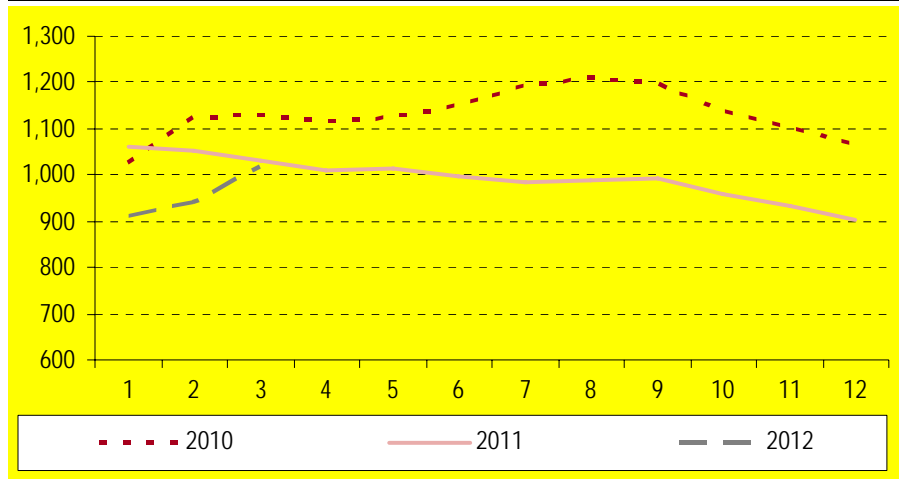
集装箱航运业务方面, 2012年在班轮公司联手提价的推动下, 市场运价明显回升, CCFI综合指数***, 公司集装箱航运板块收入和单箱收入同比分别增长18.4%和4.2%, 板块毛利润由上年的亏损27亿扭转为盈利2.4亿元。分航线看, 其中, 亚欧航线、跨太平洋航线在运载量及平均运价均同比上升情况下, 带动收入分别增加30.7%、21.5%。

干散货业务方面, 2012年受干散货船运力严重过剩影响, 市场运价大幅下跌, BDI综合指数均值同比暴跌40.6%。由于公司不断加大退租力度, 运力规模由上年末的374艘将至332艘, 在两者的共同作用下, 公司干散货业务收入同比

分别下降31.1%，板块毛利润为亏损45亿元，成为拖累业绩的最主要因素。

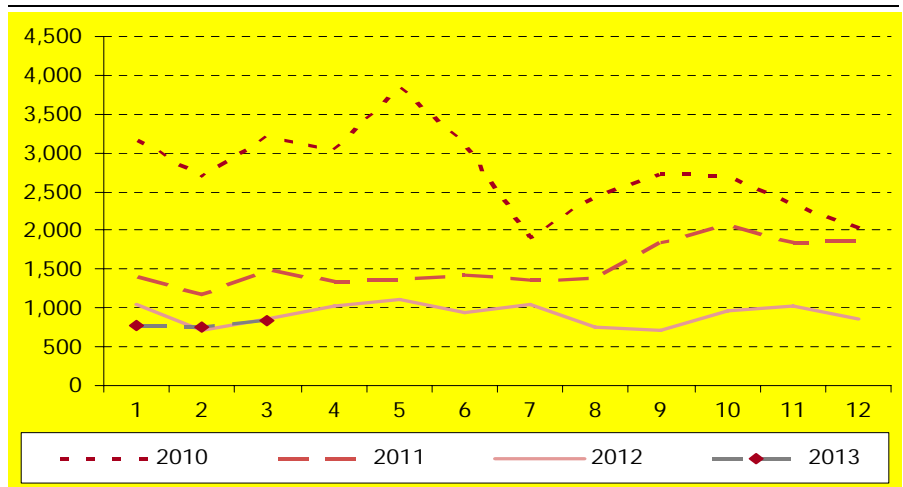
物流、码头以及集装箱租赁业务继续保持稳定经营，三者收入同比分别增长45%、20%和17%，毛利润同比分别增长6.3%、21.2%和12.5%。三者合计贡献毛利润38.5亿元，为公司减亏做贡献。

图表 3.CCFI-综合指数走势图



资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 4.BDI 综合指数走势图

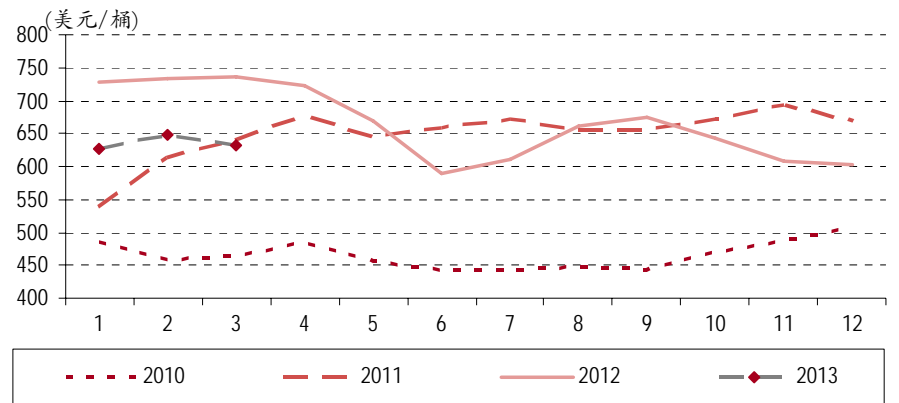


资料来源：万得资讯及中银国际研究

油价持续高位侵蚀利润

2012年新加坡380CST燃油均价为664美元/桶，同比小幅上涨2.2%。在此背景下，公司成本中占比24%左右的燃油成本居高不下，继续侵蚀公司利润。2013年前两月国际油价同比明显回落，但环比仍处于高位，预计短期压力难以缓解。

图表 5.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

2013 年公司将全力扭亏，下半年干散货周期拐点值得期待

由于公司连续 2 年亏损，其 A 股股票将被 ST，若 13 年继续亏损其股票将面临暂停上市风险。公司以 67 元的价格将中远物流 100% 股权出售给中远集团，预计该笔交易给公司带来 16 亿元营业外收入。

从行业基本面来看，2013 年航运业整体情况环比好于 2012 年，但由于市场仍处于运力过剩状态，公司主业实现盈利仍存在一定压力，我们期待公司为扭亏所做的进一步努力。此外，根据运力供需情况分析，2013 年下半年干散货市场需求增速有望超过共计增速，行业周期拐点将逐渐到来，建议投资者关注拐点预期带来的中长期投资机会。

损益表 - A 股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	68,908	72,057	68,627	76,829	82,962
销售成本	(68,352)	(68,905)	(61,412)	(64,594)	(67,566)
经营费用	(6,088)	(5,754)	(5,284)	(5,916)	(6,388)
息税折旧前利润	(5,531)	(2,602)	1,930	6,319	9,008
折旧及摊销	(3,537)	(3,537)	(4,007)	(4,243)	(4,375)
经营利润(息税前利润)	(9,068)	(6,139)	(2,077)	2,076	4,633
净利息收入(费用)	(102)	(1,628)	(1,544)	(1,647)	(1,567)
其他收益/(损失)	1,363	369	3,711	1,882	2,070
税前利润	(7,807)	(7,397)	90	2,310	5,136
所得税	(1,031)	(740)	1,500	(34)	(460)
少数股东权益	(1,610)	(1,422)	(1,280)	(1,408)	(1,548)
净利润	(10,449)	(9,559)	310	868	3,128
核心净利润	(9,447)	(8,171)	(1,690)	868	3,128
每股收益(人民币)	(1.023)	(0.936)	0.030	0.085	0.306
核心每股收益(人民币)	(0.925)	(0.800)	(0.165)	0.085	0.306
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.06	0.11
收入增长(%)	(14.54)	4.57	(4.76)	11.95	7.98
息税前利润增长(%)	(205.59)	(32.30)	(66.17)	(199.96)	123.17
息税折旧前利润增长(%)	(145.76)	(52.96)	(174.17)	227.43	42.55
每股收益增长(%)	(254)	9	(103)	180	260
核心每股收益增长(%)	(226)	14	(79)	(151)	260

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	(7,807)	(7,397)	90	2,310	5,136
折旧与摊销	3,537	3,537	4,007	4,243	4,375
净利息费用	102	1,628	1,544	1,647	1,567
运营资本变动	334	334	1,716	1,307	977
税金	(1,031)	(740)	1,500	(34)	(460)
其他经营现金流	(145)	(2,372)	(1,711)	(1,882)	(2,070)
经营活动产生的现金流	(5,011)	(5,011)	7,146	7,592	9,525
购买固定资产净值	(8,497)	(8,497)	(10,000)	(8,000)	(5,000)
投资减少/增加	2,993	2,993	1,911	1,882	2,070
其他投资现金流	(10)	(10)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(5,514)	(5,514)	(8,089)	(6,118)	(2,930)
净增权益	141	141	0	0	0
净增债务	13,921	13,921	5,000	0	0
支付股息	0	0	0	(569)	(1,169)
其他融资现金流	(2,402)	(2,402)	(1,544)	(1,078)	(967)
融资活动产生的现金流	11,660	11,660	3,456	(1,647)	(2,136)
现金变动	1,135	1,135	2,512	(174)	4,459
期初现金	46,683	46,683	46,963	49,475	49,301
公司自由现金流	(10,525)	(10,525)	(943)	1,473	6,595
权益自由现金流	3,396	3,396	4,057	1,473	6,595

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	46,963	46,963	49,475	49,301	53,760
应收帐款	11,844	13,615	10,742	11,973	12,893
库存	3,652	2,999	3,431	3,841	4,148
其他流动资产	928	(126)	(326)	(326)	(326)
流动资产总计	63,386	63,450	63,322	64,789	70,474
固定资产	72,638	80,252	86,246	90,002	90,627
无形资产	3,183	3,078	3,078	3,078	3,078
其他长期资产	18,229	18,447	18,447	18,447	18,447
长期资产总计	94,050	101,778	107,771	111,528	112,153
总资产	157,437	165,228	171,093	176,317	182,627
应付帐款	25,332	25,382	24,658	27,605	29,808
短期债务	21,982	14,523	14,523	14,523	14,523
其他流动负债	1	0	0	0	0
流动负债总计	47,316	39,905	39,181	42,128	44,331
长期借款	53,842	77,968	82,968	82,968	82,968
其他长期负债	6,109	5,657	5,657	5,657	5,657
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
储备	24,479	14,921	15,231	16,099	18,658
股东权益	34,695	25,137	25,447	26,316	28,874
少数股东权益	15,475	16,561	17,840	19,248	20,796
总负债及权益	157,437	165,228	171,093	176,317	182,627
每股帐面价值(人民币)	3.40	2.46	2.49	2.58	2.83
每股有形资产(人民币)	3.08	2.16	2.19	2.27	2.52
每股净负债/(现金)(人民币)	2.83	4.46	4.70	4.72	4.28

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(8.0)	(3.6)	2.8	8.2	10.9
息税前利润率(%)	(13.2)	(8.5)	(3.0)	2.7	5.6
税前利润率(%)	(11.3)	(10.3)	0.1	3.0	6.2
净利率(%)	(15.2)	(13.3)	0.5	1.1	3.8
流动性					
流动比率(倍)	1.34	1.59	1.62	1.54	1.59
利息覆盖率(倍)	(87.9)	(2.8)	(0.3)	2.3	4.0
净权益负债率(%)	57.5	109.2	110.9	105.8	88.0
速动比率(倍)	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
估值					
市盈率(倍)	(3.9)	(4.3)	132.1	47.2	13.1
核心业务市盈率(倍)	(4.3)	(5.0)	(24.2)	47.2	13.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	(4.5)	(5.2)	(25.3)	49.2	13.7
市净率(倍)	1.2	1.6	1.6	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	(8.2)	(8.2)	5.7	5.4	4.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(18.3)	(45.2)	61.8	19.4	13.3
周转率					
存货周转天数	15.9	17.6	19.1	20.5	21.6
应收帐款周转天数	60.4	64.5	64.8	54.0	54.7
应付帐款周转天数	126.3	128.4	133.1	124.1	126.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	65.5	37.4
净资产收益率(%)	(25.3)	(32.0)	1.2	3.4	11.3
资产收益率(%)	(6.8)	(5.9)	0.2	0.5	1.7
已运用资本收益率(%)	(7.3)	(4.7)	(1.5)	1.5	3.2

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	84,639	88,329	84,411	94,500	102,043
销售成本	(86,050)	(87,010)	(77,540)	(82,649)	(87,062)
经营费用	(4,121)	(3,921)	(4,941)	(5,532)	(5,973)
息税折旧前利润	(5,531)	(2,602)	1,930	6,319	9,008
折旧及摊销	(3,537)	(3,537)	(4,007)	(4,243)	(4,375)
经营利润(息税前利润)	(9,068)	(6,139)	(2,077)	2,076	4,633
净利息收入(费用)	(102)	(1,628)	(1,544)	(1,647)	(1,567)
其他收益/(损失)	1,363	369	3,711	1,882	2,070
税前利润	(7,807)	(7,397)	90	2,310	5,136
所得税	(1,031)	(740)	1,500	(34)	(460)
少数股东权益	(1,610)	(1,422)	(1,280)	(1,408)	(1,548)
净利润	(10,449)	(9,559)	310	868	3,128
核心净利润	(9,447)	(8,171)	(1,690)	868	3,128
每股收益(人民币)	(1.023)	(0.936)	0.030	0.085	0.306
核心每股收益(人民币)	(0.925)	(0.800)	(0.165)	0.085	0.306
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
收入增长(%)	(12.2)	4.4	(4.4)	12.0	8.0
息税前利润增长(%)	(205.6)	(32.3)	(66.2)	(200.0)	123.2
息税折旧前利润增长(%)	(145.8)	(53.0)	(174.2)	227.4	42.5
每股收益增长(%)	(254)	9	(103)	180	260
核心每股收益增长(%)	(226)	14	(79)	(151)	260

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	(7,807)	(7,397)	90	2,310	5,136
折旧与摊销	3,537	3,537	4,007	4,243	4,375
净利息费用	102	1,628	1,544	1,647	1,567
运营资本变动	334	334	1,716	1,307	977
税金	(1,031)	(740)	1,500	(34)	(460)
其他经营现金流	(145)	(2,372)	(1,711)	(1,882)	(2,070)
经营活动产生的现金流	(5,011)	(5,011)	7,146	7,592	9,525
购买固定资产净值	(8,497)	(8,497)	(10,000)	(8,000)	(5,000)
投资减少/增加	2,993	2,993	1,911	1,882	2,070
其他投资现金流	(10)	(10)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(5,514)	(5,514)	(8,089)	(6,118)	(2,930)
净增权益	141	141	0	0	0
净增债务	13,921	13,921	5,000	0	0
支付股息	0	0	0	(569)	(1,169)
其他融资现金流	(2,402)	(2,402)	(1,544)	(1,078)	(967)
融资活动产生的现金流	11,660	11,660	3,456	(1,647)	(2,136)
现金变动	1,135	1,135	2,512	(174)	4,459
期初现金	46,683	46,683	46,963	49,475	49,301
公司自由现金流	(10,525)	(10,525)	(943)	1,473	6,595
权益自由现金流	3,396	3,396	4,057	1,473	6,595

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	46,963	46,963	49,475	49,301	53,760
应收帐款	11,844	13,615	10,742	11,973	12,893
库存	3,652	2,999	3,431	3,841	4,148
其他流动资产	928	(126)	(326)	(326)	(326)
流动资产总计	63,386	63,450	63,322	64,789	70,474
固定资产	72,638	80,252	86,246	90,002	90,627
无形资产	3,183	3,078	3,078	3,078	3,078
其他长期资产	18,229	18,447	18,447	18,447	18,447
长期资产总计	94,050	101,778	107,771	111,528	112,153
总资产	157,437	165,228	171,093	176,317	182,627
应付帐款	25,332	25,382	24,658	27,605	29,808
短期债务	21,982	14,523	14,523	14,523	14,523
其他流动负债	1	0	0	0	0
流动负债总计	47,316	39,905	39,181	42,128	44,331
长期借款	53,842	77,968	82,968	82,968	82,968
其他长期负债	6,109	5,657	5,657	5,657	5,657
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
储备	24,479	14,921	15,231	16,099	18,658
股东权益	34,695	25,137	25,447	26,316	28,874
少数股东权益	15,475	16,561	17,840	19,248	20,796
总负债及权益	157,437	165,228	171,093	176,317	182,627
每股帐面价值(人民币)	3.40	2.46	2.49	2.58	2.83
每股有形资产(人民币)	3.08	2.16	2.19	2.27	2.52
每股净负债/(现金)(人民币)	2.83	4.46	4.70	4.72	4.28

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(6.5)	(2.9)	2.3	6.7	8.8
息税前利润率(%)	(10.7)	(7.0)	(2.5)	2.2	4.5
税前利润率(%)	(9.2)	(8.4)	0.1	2.4	5.0
净利率(%)	(12.3)	(10.8)	0.4	0.9	3.1
流动性					
流动比率(倍)	1.34	1.59	1.62	1.54	1.59
利息覆盖率(倍)	(87.9)	(2.8)	(0.3)	2.3	4.0
净权益负债率(%)	57.5	109.2	110.9	105.8	88.0
速动比率(倍)	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
估值					
市盈率(倍)	(3.0)	(3.3)	100.8	36.0	10.0
核心业务市盈率(倍)	(3.3)	(3.8)	(18.5)	36.0	10.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	(2.7)	(3.1)	(15.1)	29.3	8.1
市净率(倍)	0.9	1.2	1.2	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	(6.2)	(6.2)	4.4	4.1	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(16.6)	(41.4)	56.8	17.8	12.3
周转率					
存货周转天数	12.7	13.9	15.1	16.1	16.7
应收帐款周转天数	49.2	52.6	52.7	43.9	44.5
应付帐款周转天数	102.8	104.8	108.2	100.9	102.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	65.5	37.4
净资产收益率(%)	(25.3)	(32.0)	1.2	3.4	11.3
资产收益率(%)	(6.8)	(5.9)	0.2	0.5	1.7
已运用资本收益率(%)	(7.3)	(4.7)	(1.5)	1.5	3.2

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 2 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