

2010年4月20日

东方航空

期待整合效应 可能恢复正常交易

A

持有

600115.SS - 人民币 8.53

目标价格: 人民币 8.15 (▲6.34)

H

买入 (▲持有)

0670.HK - 港币 3.71

目标价格: 港币 4.69 (▲2.57)

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(%)	38	17	22	52
相对新华富时	53	22	32	37
A50指数(%)				

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)	11,277
流通股(%)	8
流通股市值(人民币 百万)	8,041
3个月日均交易额(人民币 百万)	209
净负债比率(%)	634
主要股东(%)	
中国东方航空集团	60
香港中央结算(代理人)有限公司	32

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

以中国会计准则计算, 公司2009年营业收入398.31亿元, 同比减少4.81%, 归属于母公司所有者净利润5.4亿, 2008年则大幅亏损139.28亿人民币。公司于2010年1月28日完成对上海航空的换股, 换股过程中共新增股份1,694,838,860股, 股本增至11,276,538,860股。由于2010年1季度已合并了上海航空的数据, 以及受益于航空客货运量的回升, 公司今年1季度主营业务收入增长74%至155.69亿人民币, 归属于母公司所有者净利润净增18.2倍至7.7亿人民币, 实现每股收益0.072元人民币, 其中公司09年1季度燃油套保实现盈利约4.6亿人民币。同时, 公司已在2010年4月19日向上海证券交易所申请撤销对公司股票交易实行的其他特别处理。公司业绩好于我们之前的预期。我们将2010-11年A股每股收益预测分别上调至0.291和0.344元人民币, 将H股分别上调至0.275和0.322元人民币, 将A股和H股目标价分别上调为8.15元和4.69港币。维持对A股持有的评级, 将H股由持有上调为买入。

支撑评级的要点

- 公司整合上海航空后, 业务量出现大幅提升, 同时公司还将直接受益于上海世博会给航空带来的国际和国内客流。
- 公司将直接受益于人民币升值。我们估算, 人民币每升值1%, 公司将实现汇兑收益(税前)3.2亿元人民币。

评级面临的风险因素

- 油价上涨对公司仍构成成本压力。
- 近期爆发的冰岛火山短期内可能对公司业绩有影响。

估值

- 根据28倍和15倍2010年市盈率, 将A股和H股目标价分别由6.34元和2.57港币上调为8.15元人民币和4.69港币。维持对A股持有的评级, 将H股由持有上调为买入。

图表1. 投资摘要 (A股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	41,842	39,831	68,370	76,011	84,857
变动(%)	(4)	(5)	72	11	12
净利润(人民币 百万)	(13,928)	540	3,277	3,879	4,969
全面摊薄每股收益(人民币)	(2.862)	0.056	0.291	0.344	0.441
变动(%)	(2,406.1)	(102.0)	415.9	18.4	28.1
市场预测每股收益(人民币)	-	0.062	0.107	0.156	0.210
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.125	0.244	0.143
调整幅度(%)	-	-	133.0	41.2	209.1
核心每股收益(人民币)	(2.862)	0.056	0.291	0.344	0.441
变动(%)	(2,406.1)	(102.0)	415.9	18.4	28.1
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	151.4	29.4	24.8	19.4
核心市盈率(倍)	N/M	151.4	29.4	24.8	19.4
每股现金流量(人民币)	0.71	0.50	1.83	(0.35)	1.15
价格/每股现金流量(倍)	12.0	17.1	4.7	(24.6)	7.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(65.6)	53.1	14.7	13.8	11.1
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

股价相对指数表现 (H 股)



股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	34	(1)	27	199
相对恒生中国企业指数 (%)	38	(1)	30	164

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)	11,277
流通股 (%)	52
流通股市值 (港币 百万)	21,838
3 个月日均交易额 (港币 百万)	38
净负债比率 (%)	1,078

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	41,745	40,278	67,600	74,440	83,595
变动 (%)	(3)	(4)	68	10	12
净利润 (人民币 百万)	(15,269)	169	3,105	3,628	4,967
全面摊薄每股收益 (人民币)	(3.137)	0.018	0.275	0.322	0.441
变动 (%)	(4,365.1)	(100.6)	1,463.2	16.8	36.9
市场预期每股收益 (人民币)	-	(0.009)	0.044	0.108	0.210
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.127	0.254	0.394
调整幅度 (%)	-	-	117.1	26.4	11.9
核心每股收益 (人民币)	(3.137)	0.018	0.275	0.322	0.441
变动 (%)	(4,365.1)	(100.6)	1,463.2	16.8	36.9
全面摊薄市盈率 (倍)	N/M	185.2	11.9	10.1	7.4
核心市盈率 (倍)	N/M	185.2	11.9	10.1	7.4
每股现金流量 (人民币)	0.59	0.30	0.74	1.04	1.20
价格/每股现金流量 (倍)	5.6	11.0	4.4	3.1	2.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	(6.5)	10.7	8.1	7.4	6.0
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值与投资建议

以中国会计准则计算, 公司 2009 年营业收入人民币 398.31 亿元, 同比减少 4.81%, 其中主营业务收入为人民币 379.41 亿元, 同比减少了 4.58%, 归属于母公司所有者净利润 5.4 亿, 2008 年则大幅亏损 139.28 亿人民币。公司 2009 年内完成总周转量 79.09 亿吨公里, 同比增长 9.55%。公司于 2010 年 1 月 28 日完成对上海航空的换股, 换股过程中共新增股份 1,694,838,860 股, 股本增至 11,276,538,860 股。由于 2010 年 1 季度已合并了上海航空的数据, 以及航空客货运量的回升, 公司今年 1 季度主营业务收入增长 74% 至 155.69 亿人民币, 归属于母公司所有者净利润净增 18.2 倍至 7.7 亿人民币, 实现每股收益 0.072 元人民币。公司 09 年 1 季度燃油套保实现盈利约 4.6 亿人民币。同时, 根据《上海证券交易所股票上市规则》, 公司 2009 年 12 月 31 日经审计的归属于上市公司股东权益为 31.04 亿元, 且公司 2009 年主营业务正常运营, 公司 2009 年度归属于上市公司股东的净利润为 5.40 亿元, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 3,001 万元, 因此公司已在 2010 年 4 月 19 日向上海证券交易所申请撤销对公司股票交易实行的其他特别处理。公司业绩好于我们之前的预期。我们将公司 2010-11 年 A 股每股收益预测分别上调 1.3 倍和 41.2% 至 0.291 和 0.344 元人民币, 将 H 股分别上调 1.12 倍和 26.4% 至 0.275 和 0.322 元人民币, 根据 28 倍和 15 倍 2010 年市盈率, 将 A 股和 H 股目标价分别由 6.34 元和 2.57 港币上调为 8.15 元和 4.69 港币。维持对 A 股持有的评级, 将 H 股由持有上调为买入。

图表 3. 2009 年业绩摘要 (A 股)

(人民币 百万)	2008	2009	同比变动(%)
营业收入	41,842	39,831	(4.81)
营业成本	(43,076)	(37,248)	(13.53)
营业税金及附加	(891)	(1,019)	14.33
销售费用	(2,522)	(2,970)	17.74
管理费用	(1,525)	(1,539)	0.92
财务费用	(357)	(1,639)	358.67
资产减值损失	(2,022)	(118)	(94.15)
公允价值变动收益	(6,401)	3,775	(158.97)
投资收益	106	(23)	(121.49)
营业利润	(14,846)	(950)	(93.60)
营业外收入	906	1,604	77.01
营业外支出	(45)	(14)	(68.49)
税前利润	(13,985)	640	N. A.
税金	(61)	(81)	33.03
税后利润	(14,046)	559	N. A.
少数股东损益	(118)	20	(116.49)
净利润	(13,928)	540	N. A.
基本每股收益(人民币元)	(2.86)	0.08	(102.93)
主要比率 (%)			
毛利率	6.70	17.80	
经营利润率	(35.50)	(2.40)	
净利润率	(33.30)	1.40	

资料来源: 公司数据

图表 4. 2010 年 1 季度业绩摘要 (A/H 股)

(人民币 百万)	2009 年 1 季度	2010 年 1 季度	同比变动 (%)
营业收入	8,946	15,569	74.03
营业成本	(8,423)	(12,962)	53.88
营业税金及附加	(219)	(377)	71.94
销售费用	(595)	(1,074)	80.43
管理费用	(305)	(471)	54.23
财务费用	(684)	(389)	(43.22)
资产减值损失	(5)	(9)	74.26
公允价值变动收益	422	463	9.84
投资收益	14	1	(89.60)
营业利润	(850)	753	n.a.
营业外收入	877	63	(92.83)
营业外支出	(3)	(4)	43.64
税前利润	24	812	3,295.65
税金	(13)	(25)	96.75
税后利润	11	787	6,806.03
少数股东损益	(29)	17	n.a.
净利润	40.10	769.91	1,819.83
基本每股收益(人民币元)	0.01	0.07	616
主要比率 (%)			
经营利润率	(9.50)	4.80	
净利润率	0.40	4.90	
净资产收益率	n.a.	0.33	

资料来源: 公司数据

图表 2. 2009 年业绩摘要 (H 股)

(人民币 百万)	2008	2009	同比变动(%)
经营收入	41,745	40,278	(3.5)
主营业务收入	41,073	38,990	(5.1)
其他业务收入	672	1,288	91.7
经营成本	(56,828)	(38,456)	(32.3)
销售及市场费用	(1,563)	(1,978)	26.5
飞机燃料	(18,488)	(12,255)	(33.7)
飞机起降费	(5,280)	(5,460)	3.4
地面服务及其他费用	(269)	(290)	7.9
民航基建基金	(770)	(890)	15.7
航空餐食供应	(1,321)	(1,201)	(9.1)
工资、薪金及福利	(4,545)	(5,149)	13.3
飞机维修费	(3,273)	(3,019)	(7.8)
飞机经营性租赁租金	(2,735)	(2,518)	(7.9)
其他经营性租赁租金	(369)	(407)	10.3
固定资产折旧及摊销	(4,782)	(5,203)	8.8
资产减值损失	(2,977)	(109)	(96.3)
管理费用	(4,056)	(3,752)	(7.5)
公允价值收益	(6,401)	3,775	n.a.
营业利润	(15,083)	1,821	n.a.
财务收入	2,062	205	(90.0)
财务成本	(2,328)	(1,755)	(24.6)
投资收益	94	(23)	(124.3)
税前利润	(15,256)	249	n.a.
所得税	(74)	(53)	(28.9)
税后利润	(15,330)	197	n.a.
少数股东权益	(61)	28	n.a.
净利润	(15,269)	169	n.a.
基础每股收益(人民币)	(3.14)	0.03	n.a.

主要比率 (%)

毛利率	(22.67)	18.75
经营利润率	(36.13)	4.52
净利润率	(36.58)	0.42

资料来源: 公司数据

受益人民币升值

公司 2009 年汇兑净收益下降为 0.49 亿元, 2008 年为 19.58 亿元。公司 2008 和 2009 年带息债务总额分别为 559.10 亿元及 447.05 亿元 (包括长短期借款和应付融资租赁款), 其中美元债务占债务总额的比例分别为 58.04% 和 68.81%, 将直接受益于人民币升值。我们估算, 人民币每升值 1%, 公司将实现汇兑收益 (税前) 3.2 亿元人民币。在我们的盈利预测中, 我们假设人民币 2010 年将升值 3%。

期待与上海航整合协同效应

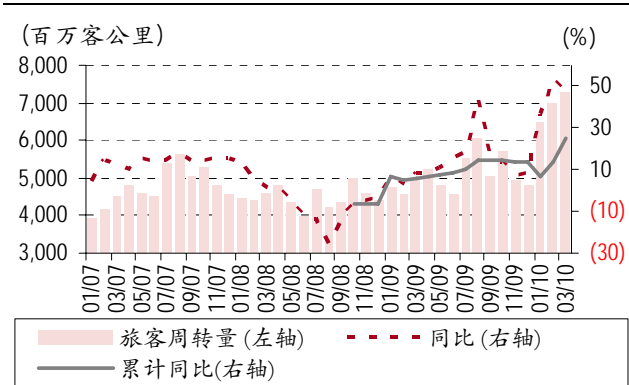
公司包括上海航空在内的 2010 年 1 季度运营数据显示，公司的客货运量已实现大幅增长，同时客座率和载运率同比也实现较大增长。公司 2010 年的生产目标是实现运输总周转量 119.12 亿吨公里，旅客运输量 6,706 万人次，货邮运输量 141.35 万吨，实现客座率 74.59%、载运率 65.32%。我们上调了对公司运营数据的预测，期待公司整合后发挥更大的协同作用，以上海世博会为契机，在 2010 年实现业绩上的突破。

图表 5. 运营数据预测 (自 2010 年起包括上海航空)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
旅客周转量同比增长(%)	13.81	(5.94)	13.31	44.58	10.00	13.34
货邮周转量(%)	8.28	(7.42)	2.23	102.22	8.83	8.87
客座率(%)	73.58	70.80	72.16	74.79	74.79	74.78
货运载运率(%)	51.34	50.36	50.45	51.54	51.56	51.58
客运收益率同比增长(%)	1.64	0.00	(12.90)	14.13	0.00	0.00
货运收益率同比增长(%)	(8.70)	5.24	(24.43)	20.56	2.42	0.00

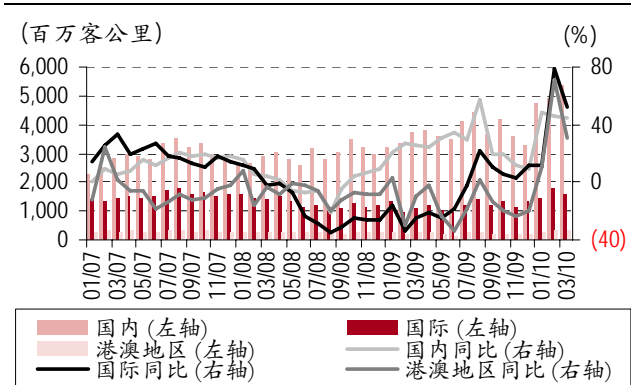
数据来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 6. 旅客周转量



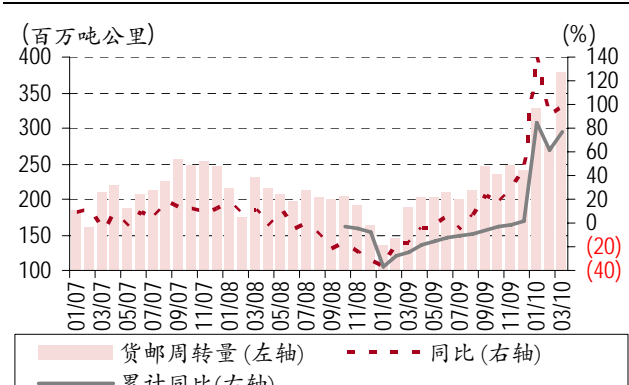
资料来源：公司数据

图表 7. 旅客周转量(分航线)



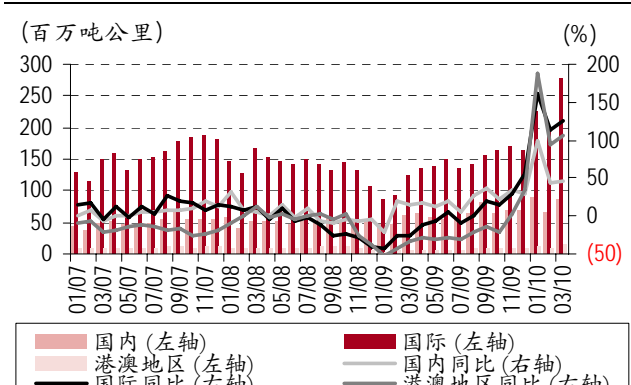
资料来源：公司数据

图表 8. 货邮周转量



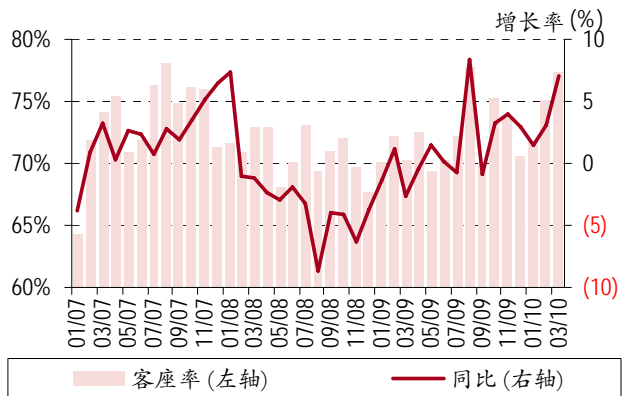
资料来源：公司数据

图表 9. 货邮周转量(分航线)



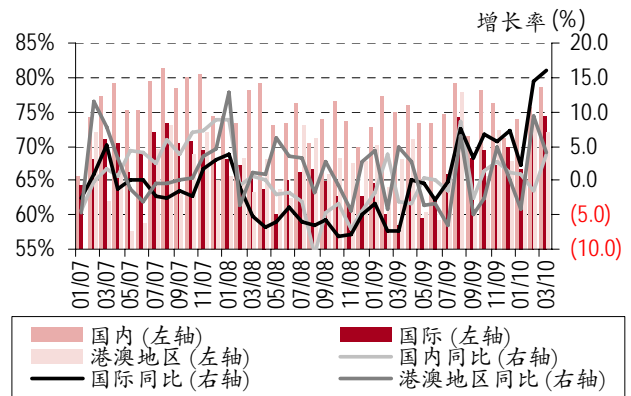
资料来源：公司数据

图表 10. 客座率



资料来源：公司数据

图表 11. 客座率 (分航线)



资料来源：公司数据

损益表—A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	41,842	39,831	68,370	76,011	84,857
销售成本	(43,076)	(37,248)	(56,176)	(62,301)	(67,812)
经营费用	(227)	(194)	(2,693)	(3,572)	(4,589)
息税折旧前利润	(6,172)	(2,944)	4,332	4,969	7,286
折旧及摊销	(4,711)	(5,333)	(5,170)	(5,170)	(5,170)
经营利润(息税前利润)	(1,460)	2,389	9,502	10,139	12,456
净利息收入(费用)	(2,328)	(1,809)	(2,243)	(630)	(1,205)
其他收益/(损失)	(5,485)	5,393	2,229	820	820
税前利润	(13,985)	640	4,318	5,159	6,901
所得税	(61)	(81)	(912)	(1,129)	(1,725)
少数股东权益	118	(20)	(129)	(151)	(207)
净利润	(13,928)	540	3,277	3,879	4,969
核心净利润	(13,928)	540	3,277	3,879	4,969
每股收益(人民币)	(2.862)	0.056	0.291	0.344	0.441
核心每股收益(人民币)	(2.862)	0.056	0.291	0.344	0.441
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(4)	(5)	72	11	12
息税前利润增长(%)	14,103	(52)	(247)	15	47
息税折旧前利润增长(%)	(132)	(264)	298	7	23
每股收益增长(%)	(2,406)	(102)	416	18	28
核心每股收益增长(%)	(2,406)	(102)	416	18	28

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	3,451	1,735	20,417	22,703	26,906
应收帐款	5,481	3,742	8,122	4,024	6,857
库存	871	932	2,051	2,280	2,546
其他流动资产	598	454	403	3	3
流动资产总计	10,401	6,864	30,994	29,011	36,311
固定资产	51,827	55,753	65,005	60,071	63,442
无形资产	1,530	1,401	2,000	1,960	1,920
其他长期资产	9,426	8,000	10,868	10,668	10,461
长期资产总计	62,783	65,155	77,872	72,699	75,823
总资产	73,184	72,019	108,866	101,710	112,134
应付帐款	18,661	19,275	35,758	22,651	25,287
短期债务	28,775	15,258	23,758	21,758	19,758
其他流动负债	6,642	1,130	506	506	506
流动负债总计	54,077	35,663	60,022	44,916	45,552
长期借款	29,742	32,240	41,173	45,693	50,305
其他长期负债	431	502	652	52	52
股本	4,867	9,582	11,277	11,277	11,277
储备	(16,466)	(6,478)	(4,896)	(1,017)	3,952
股东权益	(11,599)	3,104	6,380	10,260	15,229
少数股东权益	534	510	639	790	997
总负债及权益	73,184	72,019	108,866	101,710	112,134
每股帐面价值(人民币)	(2.38)	0.32	0.57	0.91	1.35
每股有形资产(人民币)	(2.70)	0.18	0.39	0.74	1.18
每股净负债/(现金)(人民币)	11.31	4.78	3.95	3.97	3.83

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(13,985)	520	4,318	5,159	6,901
折旧与摊销	4,711	5,333	5,170	5,170	5,170
净利息费用	2,328	1,809	2,243	630	1,205
营运资本变动	4,519	955	11,194	(14,137)	1,381
税金支付	(61)	(81)	(912)	(1,129)	(1,725)
其它经营现金流	5,951	(3,746)	(1,358)	400	0
经营活动产生的现金流	3,465	4,789	20,654	(3,907)	12,932
购买固定资产净值	(2,524)	(7,613)	(8,300)	(8,300)	(8,300)
投资减少/增加	1,472	33	0	0	0
其他投资现金流	(482)	(1,015)	(1,100)	0	7
投资活动产生的现金流	(1,534)	(8,595)	(9,400)	(8,300)	(8,293)
净增权益	0	14,056	0	0	0
净增债务	6,242	(9,698)	12,377	(2,000)	(2,000)
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(6,334)	(2,273)	(4,949)	16,492	1,564
融资活动产生的现金流	(92)	2,086	7,427	14,492	(436)
现金变动	1,839	(1,721)	18,682	2,286	4,203
期初现金	1,655	3,451	1,735	20,417	22,703
公司自由现金流	1,931	(3,807)	11,255	(12,207)	4,639
权益自由现金流	5,378	(15,710)	22,297	(14,837)	1,434

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(3.5)	6.0	13.9	13.3	14.7
息税前利润率	(14.7)	(7.4)	6.3	6.5	8.6
税前利润率	(33.4)	1.6	6.3	6.8	8.1
净利率	(33.3)	1.4	4.8	5.1	5.9
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.2	0.5	0.6	0.8
利息覆盖率	(2.6)	(1.5)	1.9	3.0	3.1
净权益负债率(%)	(497.6)	1,266.6	634.2	405.0	266.0
速动比率	0.2	0.2	0.5	0.6	0.7
估值(倍)					
市盈率	N/M	151.4	29.4	24.8	19.4
核心业务市盈率	N/M	151.4	29.4	24.8	19.4
目标价对应核心业务市盈率	N/M	144.7	28.0	23.7	18.5
市净率	(3.6)	26.3	15.1	9.4	6.3
价格/现金流	12.0	17.1	4.7	(24.6)	7.4
企业价值/息税折旧前利润	(65.6)	53.1	14.7	13.8	11.1
周转率					
存货周转天数	8.4	8.8	9.7	12.7	13.0
应收帐款周转天数	44.4	42.3	31.7	29.2	23.4
应付帐款周转天数	144.7	173.8	146.9	140.2	103.1
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	306.7	(12.7)	69.1	46.6	39.0
资产收益率	(8.8)	(3.5)	3.8	3.7	5.1
已运用资本收益率	(12.3)	(5.6)	7.2	7.9	10.2

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	41,745	40,278	67,600	74,440	83,595
销售成本	(51,209)	(32,727)	(53,531)	(58,603)	(64,551)
经营费用	(857)	(668)	(3,404)	(4,283)	(5,468)
息税折旧前利润	(15,083)	1,821	5,470	6,359	8,382
折旧及摊销	(4,762)	(5,061)	(5,194)	(5,194)	(5,194)
经营利润(息税前利润)	(10,322)	6,882	10,664	11,554	13,576
净利息收入(费用)	(2,239)	(1,586)	(2,233)	(1,452)	(1,482)
其他收益/(损失)	2,066	13	909	0	0
税前利润	(15,256)	249	4,146	4,908	6,899
所得税	(74)	(53)	(912)	(1,129)	(1,725)
少数股东权益	61	(28)	(129)	(151)	(207)
净利润	(15,269)	169	3,105	3,628	4,967
核心净利润	(15,269)	169	3,105	3,628	4,967
每股收益(人民币)	(3.137)	0.018	0.275	0.322	0.441
核心每股收益(人民币)	(3.137)	0.018	0.275	0.322	0.441
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(3)	(4)	68	10	12
息税前利润增长(%)	(11,918)	(112)	200	16	32
息税折旧前利润增长(%)	(313)	(167)	55	8	18
每股收益增长(%)	(4,365)	(101)	1,463	17	37
核心每股收益增长(%)	(4,365)	(101)	1,463	17	37

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	3,451	1,735	20,417	22,703	26,906
应收帐款	5,481	3,741	7,496	8,262	9,288
库存	871	932	2,031	2,222	2,472
其他流动资产	597	454	3,350	3,692	4,150
流动资产总计	10,400	6,863	33,294	36,879	42,814
固定资产	52,678	56,557	58,353	62,123	65,894
无形资产	165	70	85	45	5
其他长期资产	9,808	8,215	10,724	10,099	9,474
长期资产总计	62,652	64,841	69,161	72,267	75,372
总资产	73,052	71,704	102,455	109,146	118,187
应付帐款	18,972	20,049	20,815	22,943	25,790
短期债务	28,430	14,456	32,677	29,019	25,476
其他流动负债	6,456	1,006	674	691	714
流动负债总计	53,858	35,511	54,165	52,652	51,979
长期借款	27,480	30,250	38,496	42,742	46,988
其他长期负债	4,353	4,415	5,087	5,607	6,302
股本	4,867	9,582	11,277	11,277	11,277
储备	(17,964)	(8,494)	(7,140)	(3,853)	711
股东权益	(13,097)	1,088	4,136	7,424	11,988
少数股东权益	458	442	571	722	929
总负债及权益	73,052	71,704	102,455	109,146	118,187
每股帐面价值(人民币)	(2.69)	0.11	0.37	0.66	1.06
每股有形资产(人民币)	(2.72)	0.11	0.36	0.65	1.06
每股净负债/(现金)(人民币)	10.78	4.48	4.50	4.35	4.04

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(15,256)	262	4,146	4,908	6,899
折旧及摊销	4,762	5,061	5,194	5,194	5,194
净利息费用	2,239	1,586	2,233	1,452	1,482
运营资本变动	2,831	(3,834)	(1,451)	1,279	1,719
税金	(87)	(53)	(912)	(1,129)	(1,725)
其他经营现金流	8,367	(186)	(909)	0	0
经营活动产生的现金流	2,856	2,836	8,302	11,704	13,570
购买固定资产净值	(4,946)	(5,700)	(5,700)	(5,700)	(5,700)
投资减少/增加	3,901	244	(3,128)	(325)	(435)
其他投资现金流	120	169	85	1,000	1,112
投资活动产生的现金流	(925)	(5,287)	(8,743)	(5,024)	(5,022)
净增权益	0	12,281	(870)	(341)	(403)
净增债务	3,648	(12,469)	21,403	(1,601)	(1,347)
支付股息	(53)	0	0	0	0
其他融资现金流	(3,687)	(1,581)	(1,409)	(2,452)	(2,595)
融资活动产生的现金流	(92)	735	19,124	(4,394)	(4,345)
现金变动	1,839	(1,716)	18,682	2,286	4,203
期初现金	1,655	3,451	1,735	20,417	22,703
公司自由现金流	1,931	(2,402)	467	6,680	8,548
权益自由现金流	2,837	(16,502)	19,552	2,626	4,606

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(24.7)	17.1	15.8	15.5	16.2
息税前利润率	(36.1)	4.5	8.1	8.5	10.0
税前利润率	(36.5)	0.6	6.1	6.6	8.3
净利率	(36.6)	0.4	4.6	4.9	5.9
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.2	0.6	0.7	0.8
利息覆盖率	(6.5)	1.0	2.4	2.6	3.2
净权益负债率(%)	(415.0)	2,810.0	1,078.2	602.3	352.7
速动比率	0.2	0.2	0.6	0.7	0.8
估值(倍)					
市盈率	N/M	185.2	11.9	10.1	7.4
核心业务市盈率	N/M	185.2	11.9	10.1	7.4
目标价对应核心业务市盈率	N/M	234.2	15.0	12.8	9.4
市净率	(1.2)	28.7	8.9	5.0	3.1
价格/现金流	5.6	11.0	4.4	3.1	2.7
企业价值/息税折旧前利润	(6.5)	10.7	8.1	7.4	6.0
周转率					
存货周转天数	7.1	10.1	10.1	13.2	13.3
应收帐款周转天数	44.6	41.8	30.3	38.6	38.3
应付帐款周转天数	147.2	176.8	110.3	107.3	106.4
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	284.4	(2.8)	118.9	62.8	51.2
资产收益率	(21.4)	2.0	4.9	4.6	5.5
已运用资本收益率	(32.4)	4.4	9.1	9.4	11.5

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 2010 年 4 月 16 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，豁免批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。所有本报告期内使用的商标、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(无论与否修改)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、会计或税务建议或任何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。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

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