

2010 年 10 月 29 日

# 东方航空

## 3 季度净利润同比增长 135 倍

公司 3 季度归属于母公司所有者的净利润同比增长 135 倍至 31.55 亿人民币，由于航空需求旺盛和合并上海航空，公司营业收入同比增长 91.5% 至 218.3 亿人民币，而营业总成本同比增长 61.1%，营业利润率提升 16 个百分点至 15.4%。公司 2010 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润同比增长 3.26 倍至 50.99 亿人民币。公司业绩大幅超出了我们之前的预期，充分彰显了航空运输业的景气度以及公司业绩的弹性空间。我们预计公司航空主营在 4 季度仍将取得良好业绩，同时公司也将继续受益于人民币升值带来的汇兑收益。我们将公司 2010-12 年 A 股全面摊薄后每股收益分别上调 31.4%、38.4% 和下调 3.9% 至 0.663、0.648 和 0.493 元人民币，H 股分别上调 31.8%、39.2% 和下调 7.9% 至 0.639、0.626 和 0.464 元人民币。我们将 A、H 股目标价格分别上调至 11.92 元人民币和 5.93 港币，均维持买入评级。

**A**  
**买入**  
 600115.SS - 人民币 9.02  
 目标价格: 人民币 11.92 (▲8.88)

**H**  
**买入**  
 0670.HK - 港币 4.80  
 目标价格: 港币 5.93 (▲4.69)

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(%)	46	17	11	60
相对新华富时	60	(1)	(2)	68
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(%)	16
流通股市值(人民币 百万)	16,254
3 个月日均交易额(人民币 百万)	448
净负债比率(%)	492
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

### 季报要点

- 2010 年 1-9 月，公司(含上海航空)旅客周转量合计、国内、国际和港澳台地区航线分别同比增长 52.4%、49.0%、63.0% 和 55.2%，货邮周转量合计、国内、国际和港澳台地区航线分别同比增长 82.5%、37.4%、102.5% 和 94.0%。总体客座率达到了 78.1%，其中国内、国际和港澳台地区航线客座率分别达到了 79.4%、75.1% 和 74.6%。货运载运率也达到了 59.5% 的历史最好水平。
- 我们估算公司 1-9 月录得约 7 亿人民币汇兑收益，今后将继续受益人民币升值。
- 公司 3 季度末的资产负债率在 84.3%，公司有待通过引进战略投资者降低负债率。

### 估值

- 基于 18 倍 2010 年市盈率，我们将 A 股目标价由 8.88 元人民币上调至 11.92 元人民币，H 股由 4.69 港币上调至 5.93 港币，维持对公司 A 股和 H 股 **买入** 的评级。

### 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	71,399	77,119	80,846
变动(%)	(4)	(5)	79	8	5
净利润(人民币 百万)	(13,928)	540	7,480	7,305	5,556
全面摊薄每股收益(人民币)	(2.862)	0.056	0.663	0.648	0.493
变动(%)	(2,406.1)	(102.0)	1,077.5	(2.3)	(23.9)
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.387	0.393	0.404
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.505	0.468	0.513
调整幅度(%)	-	-	31.4	38.4	(3.9)
核心每股收益(人民币)	(2.862)	0.056	0.663	0.648	0.493
变动(%)	(2,406.1)	(102.0)	1,077.5	(2.3)	(23.9)
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	160.1	13.6	13.9	18.3
核心市盈率(倍)	N/M	160.1	13.6	13.9	18.3
每股现金流量(人民币)	0.71	0.50	2.37	0.64	1.26
价格/每股现金流量(倍)	12.7	18.0	3.8	14.1	7.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(67.2)	55.1	10.1	11.0	11.0
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

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, thomsonreuters.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)



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(%)	73	5	15	112
相对恒生中国企业指数(%)	69	(5)	4	109

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(%)	18
流通股市值(港币 百万)	9,873
3个月日均交易额(港币 百万)	96
净负债比率(%)	624

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	70,861	76,488	80,152
变动(%)	(3)	(4)	76	8	5
净利润(人民币 百万)	(15,269)	169	7,207	7,063	5,234
全面摊薄每股收益(人民币)	(3.137)	0.018	0.639	0.626	0.464
变动(%)	(4,365.1)	(100.6)	3,528.4	(2.0)	(25.9)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.317	0.308	0.216
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.485	0.450	0.504
调整幅度(%)	-	-	31.8	39.2	(7.9)
核心每股收益(人民币)	(3.137)	0.018	0.639	0.626	0.464
变动(%)	(4,365.1)	(100.6)	3,528.4	(2.0)	(25.9)
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	234.7	6.5	6.6	8.9
核心市盈率(倍)	N/M	234.7	6.5	6.6	8.9
每股现金流量(人民币)	0.59	0.36	1.36	1.19	1.19
价格/每股现金流量(倍)	7.0	11.5	3.0	3.5	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(6.9)	11.5	6.3	6.5	6.7
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

### 3 季度公司净利润同比增长 9.71 倍。

公司 3 季度归属于母公司所有者的净利润同比增长 135 倍至 31.55 亿人民币，由于航空需求旺盛和合并上海航空，公司营业收入同比增长 91.5% 至 218.3 亿人民币，而营业总成本同比增长 61.1%，营业利润率提升 16 个百分点至 15.4%。公司 2010 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润同比增长 3.26 倍至 50.99 亿人民币。公司业绩大幅超出了我们之前的预期，充分彰显了航空运输业的景气度以及公司业绩的弹性空间。我们预计公司航空主营在 4 季度仍将取得良好业绩，同时公司也将继续受益于人民币升值带来的汇兑收益。我们将公司 2010-12 年 A 股全面摊薄后每股收益分别上调 31.4%、38.4% 和 -3.9% 至 0.663、0.648 和 0.493 元人民币，H 股分别上调 31.8%、39.2% 和 -7.9% 至 0.639、0.626 和 0.464 元人民币。基于 18 倍 2010 年市盈率，我们将 A 股目标价由 8.88 元人民币上调至 11.92 元人民币，H 股由 4.69 港币上调至 5.93 港币，维持对公司 A 股和 H 股买入的评级。

### 图表 2. 2010 年 3 季度业绩摘要(A 股)

(人民币, 百万)	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	同比变动(%)
营业收入	11,402	21,829.79	91.45
营业总成本	(11,625)	(18,731.58)	61.13
营业费用	(9,999)	(16,266.02)	62.67
营业税及附加	(298)	(434.99)	46.16
销售费用	(713)	(1,456.48)	104.16
管理费用	(357)	(681.03)	91.01
财务费用	(260)	111	(142.80)
资产重估损失	1	(4.20)	(504.92)
公允价值变动收益	145	224.20	54.76
投资收益	5	31.84	555.49
营业利润	(73)	3,354.25	(4,675.74)
营业外收入	154	101.98	(33.96)
营业外支出	(9)	(113.77)	1,167.10
税前利润	72	3,342.45	4,534.31
税金	(15)	(23.19)	52.77
税后利润	57	3,319.26	5,728.99
少数股东损益	34	164	386.52
净利润	23	3,155	13,524.45
基础每股收益(人民币)	0.003	0.2798	9,226.67

### 主要比率(%)

经营利润率	(0.6)	15.4
净利润率	0.2	14.5
净资产收益率	n.a.	23.13

资料来源：公司数据

**图表 3. 2010 年 1-3 季度业绩摘要 (A 股)**

(人民币, 百万)	2009 年 1-3 季度	2010 年 1-3 季度	同比变动 (%)
营业收入	28,900.25	55,465.96	91.92
营业总成本	(31,929.10)	(50,951.12)	59.58
营业费用	(26,858.58)	(43,845.46)	63.25
营业税及附加	(736.65)	(1,096.11)	48.80
销售费用	(1,986.88)	(3,757.81)	89.13
管理费用	(990.52)	(1,644.57)	66.03
财务费用	(1,311.80)	(526.05)	(59.90)
资产重估损失	(45)	(81.12)	81.57
公允价值变动收益	2,958.94	448.73	(84.83)
投资收益	(24.37)	57.46	(335.79)
营业利润	(94.28)	5,021.04	(5425.61)
营业外收入	1,402.26	611.54	(56.39)
营业外支出	(16.68)	(122.48)	634.44
税前利润	1,291.30	5,510.09	326.71
税金	(28.61)	(71.48)	149.83
税后利润	1,262.69	5,438.61	330.72
少数股东损益	66	339.54	414.23
净利润	1,197	5,099.07	326.11
基础每股收益(人民币)	0.203	0.4591	126.16
<b>主要比率 (%)</b>			
经营利润率	(0.3)	9.1	
净利润率	4.1	9.2	
净资产收益率	n.a.	42.23	

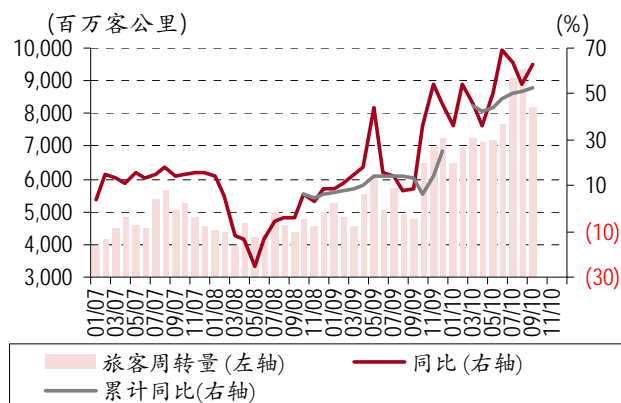
资料来源: 公司数据

## 航空客货运需求增长强劲超预期

受益于国内外经济增长、消费结构升级和上海世博会对交通运输的直接促进作用以及合并上海航空, 2010 年 1-9 月, 公司(含上海航空)旅客周转量合计、国内、国际和港澳台地区航线分别同比增长 52.4%、49.0%、63.0%和 55.2%, 货邮周转量合计、国内、国际和港澳台地区航线分别同比增长 82.5%、37.4%、102.5%和 94.0%。总体客座率达到了 78.1%, 其中国内、国际和港澳台地区航线客座率分别达到了 79.4%、75.1%和 74.6%。货运载运率也达到了 59.5%的历史最好水平。除由航空需求旺盛带来的大幅增长外, 公司自 2010 年 3 月合并上海航空, 上海航空的航空运营体量约相当于东航股份的 1/3, 也为公司带来 30%以上的合并增长。

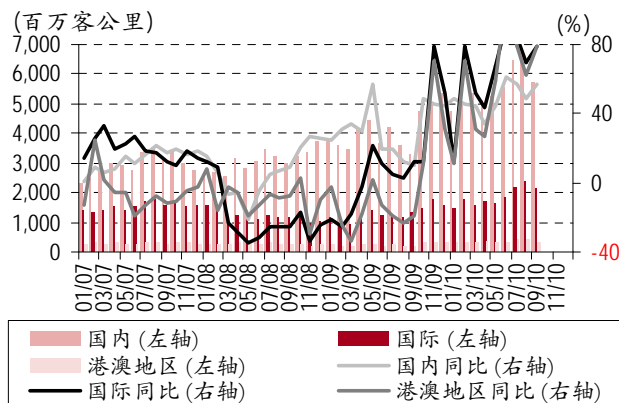
我们认为, 公司未来将继续受益于后世博效应和消费结构升级, 同时, 公司与上海航空合并的效果, 将在公司强化网络建设和优化中得到进一步发挥。

图表 4. 东方航空旅客周转量月度趋势



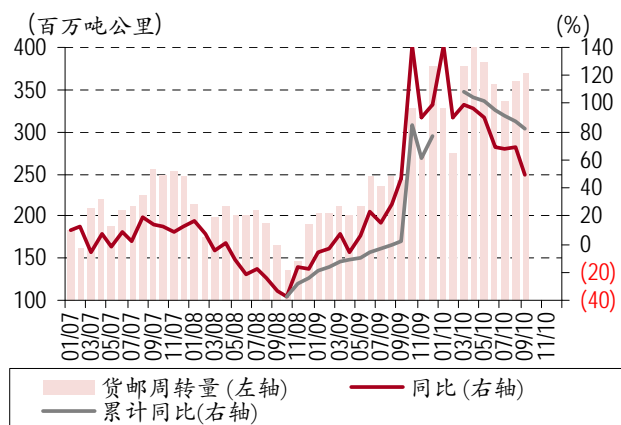
资料来源: 公司数据

图表 5. 东方航空旅客周转量月度趋势(分航线)



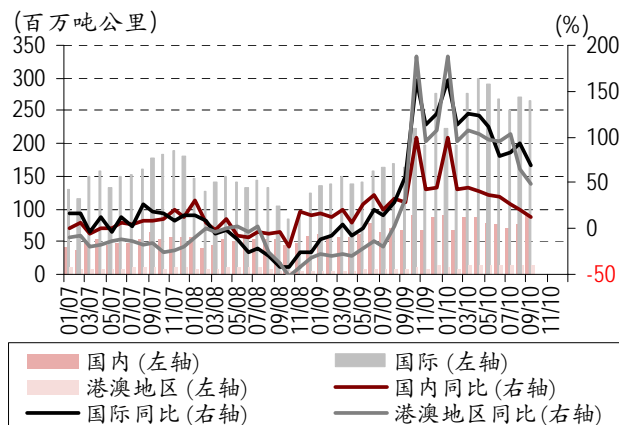
资料来源: 公司数据

图表 6. 东方航空货邮周转量月度趋势



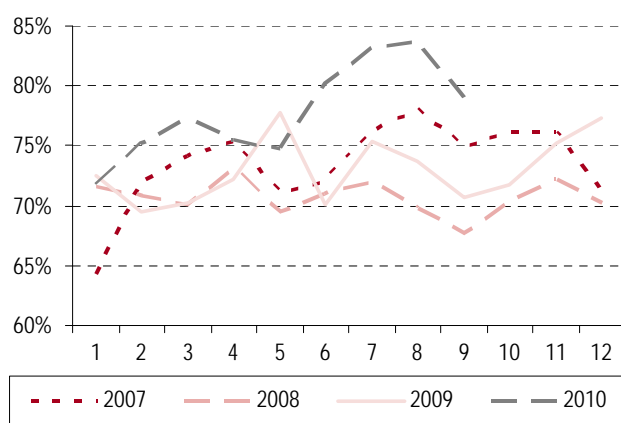
资料来源: 公司数据

图表 7. 东方航空货邮周转量月度趋势(分航线)



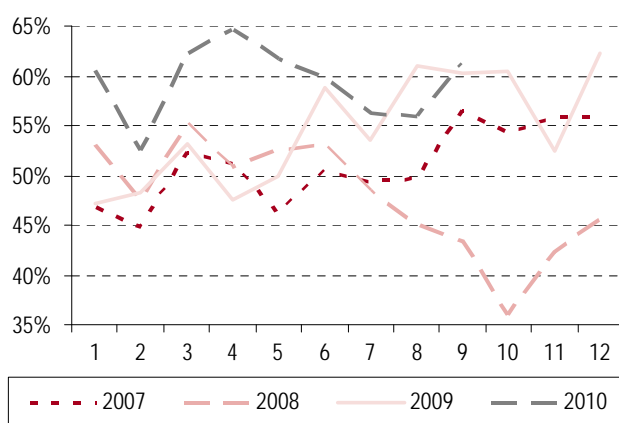
资料来源: 公司数据

图表 8. 东方航空客座率月度数据



资料来源: 公司数据

图表 9. 东方航空货运载运率月度数据



资料来源: 公司数据

### 继续受益人民币升值

我们估算公司 1-9 月录得约 7 亿人民币汇兑收益，期内人民币升值幅度不到 2%，我们预计今年升值幅度将会达到 4%，2011 年将继续升值趋势，幅度可能会达到 5% 左右。

### 有待引进战略投资者

公司 3 季度末的资产负债率在 84.3%，仍处于较高水平，通过引进战略投资者尽快降低资产负债率势在必行，而公司管理层也曾表示将尽快推进引进战略投资者。



### 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	71,399	77,119	80,846
销售成本	(43,076)	(37,248)	(52,567)	(58,343)	(61,576)
经营费用	(227)	(194)	(3,193)	(4,625)	(5,098)
息税折旧前利润	(6,172)	(2,944)	9,765	8,982	9,003
折旧及摊销	(4,711)	(5,333)	(5,875)	(5,170)	(5,170)
经营利润(息税前利润)	(1,460)	2,389	15,639	14,152	14,172
净利息收入/(费用)	(2,328)	(1,840)	(2,259)	(1,490)	(2,037)
其他收益/(损失)	(5,485)	5,424	2,649	2,560	820
税前利润	(13,985)	640	10,155	10,052	7,786
所得税	(61)	(81)	(2,174)	(2,256)	(1,866)
少数股东权益	118	(20)	(501)	(491)	(364)
净利润	(13,928)	540	7,480	7,305	5,556
核心净利润	(13,928)	540	7,480	7,305	5,556
每股收益(人民币)	(2.862)	0.056	0.663	0.648	0.493
核心每股收益(人民币)	(2.862)	0.056	0.663	0.648	0.493
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(4)	(5)	79	8	5
息税前利润增长(%)	14,103	(52)	(432)	(8)	0
息税折旧前利润增长(%)	(132)	(264)	555	(10)	0
每股收益增长(%)	(2,406)	(102)	1,078	(2)	(24)
核心每股收益增长(%)	(2,406)	(102)	1,078	(2)	(24)

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	3,523	3,328	3,476
应收帐款	5,481	3,742	18,928	13,300	16,804
库存	871	932	2,142	2,314	2,425
其他流动资产	598	454	403	3	3
流动资产总计	10,401	6,864	24,997	18,944	22,709
固定资产	51,827	55,753	65,005	69,887	73,257
无形资产	1,530	1,401	2,000	1,960	1,920
其他长期资产	9,426	8,000	18,978	18,778	18,571
长期资产总计	62,783	65,155	85,982	90,625	93,748
总资产	73,184	72,019	110,979	109,569	116,457
应付帐款	18,661	19,275	37,342	32,236	33,794
短期债务	28,775	15,258	18,758	16,758	14,758
其他流动负债	6,642	1,130	806	806	806
流动负债总计	54,077	35,663	56,906	49,800	49,358
长期借款	29,742	32,240	41,828	40,327	41,738
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)	(693)	6,612	12,168
股东权益	(11,599)	3,104	10,583	17,888	23,444
少数股东权益	534	510	1,011	1,502	1,865
总负债及权益	73,184	72,019	110,979	109,569	116,457
每股帐面价值(人民币)	(2.38)	0.32	0.94	1.59	2.08
每股有形资产(人民币)	(2.70)	0.18	0.76	1.41	1.91
每股净负债/(现金)(人民币)	11.31	4.78	5.06	4.77	4.70

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)	640	10,155	10,052	7,786
折旧与摊销	4,711	5,333	5,875	5,170	5,170
净利息费用	2,328	1,840	2,259	1,490	2,037
营运资本变动	4,519	955	12,342	(5,903)	1,039
税金支付	(61)	(81)	(2,174)	(2,256)	(1,866)
其它经营现金流	5,951	(3,898)	(1,778)	(1,340)	0
经营活动产生的现金流	3,465	4,789	26,678	7,213	14,165
购买固定资产净值	(2,524)	(7,613)	(20,320)	(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)	(9,210)	0	7
投资活动产生的现金流	(1,534)	(8,595)	(29,530)	(8,300)	(8,293)
净增权益	0	14,056	0	0	0
净增债务	6,242	(9,698)	4,677	(8,000)	(5,000)
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(6,334)	(2,273)	(37)	8,892	(724)
融资活动产生的现金流	(92)	2,086	4,639	892	(5,724)
现金变动	1,839	(1,721)	1,788	(195)	148
期初现金	1,655	3,451	1,735	3,523	3,328
公司自由现金流	1,931	(3,807)	(2,852)	(1,087)	5,872
权益自由现金流	5,378	(15,710)	895	(8,837)	(1,165)

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	21.9	18.4	17.5
息税前利润率	(14.7)	(7.4)	13.7	11.6	11.1
税前利润率	(33.4)	1.6	14.2	13.0	9.6
净利率	(33.3)	1.4	10.5	9.5	6.9
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5
利息覆盖率	(2.6)	(1.5)	4.2	5.5	4.1
净权益负债率(%)	(497.6)	1,266.6	492.2	277.2	209.5
速动比率	0.2	0.2	0.4	0.3	0.4
估值(倍)					
市盈率	NM	160.1	13.6	13.9	18.3
核心业务市盈率	NM	160.1	13.6	13.9	18.3
目标价对应核心业务市盈率	NM	211.6	18.0	18.4	24.2
市净率	(3.8)	27.8	9.6	5.7	4.3
价格/现金流	12.7	18.0	3.8	14.1	7.2
企业价值/息税折旧前利润	(67.2)	55.1	10.1	11.0	11.0
周转率					
存货周转天数	8.4	8.8	10.7	13.9	14.0
应收帐款周转天数	44.4	42.3	57.9	76.3	68.0
应付帐款周转天数	144.7	173.8	144.7	164.7	149.1
回报率(%)					
股息支付率	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	306.7	(12.7)	109.3	51.3	26.9
资产收益率	(8.8)	(3.5)	8.4	6.3	6.1
已运用资本收益率	(12.3)	(5.7)	16.0	12.3	11.5

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	70,861	76,488	80,152
销售成本	(51,209)	(32,727)	(51,296)	(56,842)	(60,635)
经营费用	(857)	(455)	(3,001)	(4,427)	(4,891)
息税折旧前利润	(15,083)	1,821	10,653	10,025	9,431
折旧及摊销	(4,762)	(5,274)	(5,910)	(5,194)	(5,194)
经营利润(息税前利润)	(10,322)	7,096	16,563	15,220	14,626
净利息收入/(费用)	(2,239)	(1,617)	(2,101)	(1,954)	(1,967)
其他收益/(损失)	2,066	44	1,329	1,740	0
税前利润	(15,256)	249	9,882	9,811	7,464
所得税	(74)	(53)	(2,174)	(2,256)	(1,866)
少数股东权益	61	(28)	(501)	(491)	(364)
净利润	(15,269)	169	7,207	7,063	5,234
核心净利润	(15,269)	169	7,207	7,063	5,234
每股收益(人民币)	(3.137)	0.018	0.639	0.626	0.464
核心每股收益(人民币)	(3.137)	0.018	0.639	0.626	0.464
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(3)	(4)	76	8	5
息税前利润增长(%)	(11,918)	(112)	485	(6)	(6)
息税折旧前利润增长(%)	(313)	(169)	133	(8)	(4)
每股收益增长(%)	(4,365)	(101)	3,528	(2)	(26)
核心每股收益增长(%)	(4,365)	(101)	3,528	(2)	(26)

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	3,523	3,328	3,476
应收帐款	5,481	3,741	7,861	8,492	8,902
库存	871	932	1,879	2,056	2,224
其他流动资产	597	454	144	155	162
流动资产总计	10,400	6,863	13,407	14,030	14,765
固定资产	52,678	56,557	68,168	71,939	75,709
无形资产	165	70	9,105	9,065	9,025
其他长期资产	9,808	8,215	11,314	10,689	10,064
长期资产总计	62,652	64,841	88,587	91,692	94,798
总资产	73,052	71,704	101,994	105,723	109,563
应付帐款	18,972	20,049	25,339	26,612	27,898
短期债务	28,430	14,456	22,138	19,121	15,304
其他流动负债	6,456	1,006	982	996	1,005
流动负债总计	53,858	35,511	48,458	46,729	44,207
长期借款	27,480	30,250	38,669	36,915	38,161
其他长期负债	4,353	4,415	5,685	6,141	6,438
股本	4,867	9,582	11,277	11,277	11,277
储备	(17,964)	(8,494)	(3,038)	3,227	7,682
股东权益	(13,097)	1,088	8,238	14,504	18,958
少数股东权益	458	442	943	1,434	1,798
总负债及权益	73,052	71,704	101,994	105,723	109,563
每股帐面价值(人民币)	(2.69)	0.11	0.73	1.29	1.68
每股有形资产(人民币)	(2.72)	0.11	(0.08)	0.48	0.88
每股净负债/(现金)(人民币)	10.78	4.48	5.08	4.67	4.43

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)	249	9,882	9,811	7,464
折旧及摊销	4,762	5,274	5,910	5,194	5,194
净利息费用	2,239	1,617	2,101	1,954	1,967
运营资本变动	2,831	247	957	415	674
税金	(87)	(78)	(2,174)	(2,256)	(1,866)
其他经营现金流	8,367	(3,879)	(1,329)	(1,740)	0
经营活动产生的现金流	2,856	3,429	15,346	13,378	13,434
购买固定资产净值	(4,946)	(7,613)	(21,841)	(5,700)	(5,700)
投资减少/增加	3,901	213	486	3	2
其他投资现金流	120	164	69	141	133
投资活动产生的现金流	(925)	(7,236)	(21,286)	(5,556)	(5,565)
净增权益	0	14,056	(1,370)	(798)	(780)
净增债务	3,648	(9,765)	9,938	(6,864)	(4,841)
支付股息	(53)	(44)	0	0	0
其他融资现金流	(3,687)	(2,161)	(841)	(355)	(2,100)
融资活动产生的现金流	(92)	2,086	7,727	(8,018)	(7,721)
现金变动	1,839	(1,721)	1,788	(195)	148
期初现金	1,655	3,451	1,735	3,523	3,328
公司自由现金流	1,931	(3,807)	(4,610)	9,562	7,869
权益自由现金流	2,837	(15,733)	3,158	603	928

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)	17.6	23.4	19.9	18.2
息税前利润率	(36.1)	4.5	15.0	13.1	11.8
税前利润率	(36.5)	0.6	13.9	12.8	9.3
净利率	(36.6)	0.4	10.2	9.2	6.5
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
利息覆盖率	(6.5)	1.0	4.9	4.8	4.5
净权益负债率(%)	(415.0)	2,810.0	623.9	330.7	240.8
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
估值(倍)					
市盈率	NM	234.7	6.5	6.6	8.9
核心业务市盈率	NM	234.7	6.5	6.6	8.9
目标价对应核心业务市盈率	NM	289.9	8.0	8.2	11.0
市净率	(1.5)	36.4	5.7	3.2	2.5
价格/现金流	7.0	11.5	3.0	3.5	3.5
企业价值/息税折旧前利润	(6.9)	11.5	6.3	6.5	6.7
周转率					
存货周转天数	7.1	10.1	10.0	12.6	12.9
应收帐款周转天数	44.6	41.8	29.9	39.0	39.6
应付帐款周转天数	147.2	176.8	116.9	124.0	124.1
回报率(%)					
股息支付率	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	284.4	(2.8)	154.6	62.1	31.3
资产收益率	(21.4)	2.0	9.6	7.4	6.6
已运用资本收益率	(32.4)	4.4	18.5	14.3	13.1

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 10 月 27 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 2010 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