

2010年10月29日

东方航空

3季度净利润同比增长135倍

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

公司3季度归属于母公司的净利润同比增长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月归属于母公司的所有者净利润大幅超出预期，同比上升3.26倍至50.99亿人民币。公司业绩景气度仍将持续受益于航空业的弹性空间。我们预计公司航空主营业务收入同比增长3.26倍至50.99亿人民币。公司业绩将取得良好业绩，同时公司也将继续受益于民币升值。我们将公司2010-12年A股全面摊薄每股收益分别上调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。

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<GO>, 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)

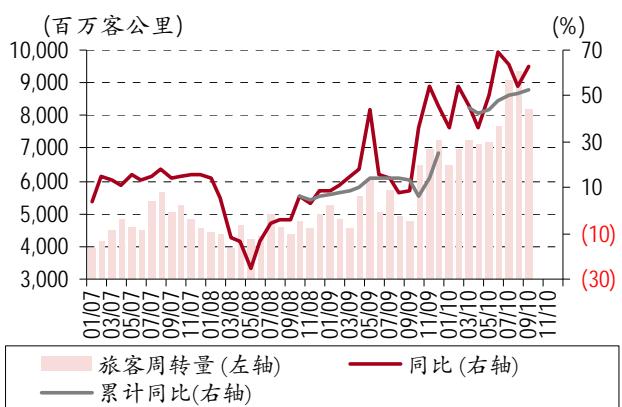
(人民币, 百万)	2009 年 1-3 季度	2010 年 1-3 季度	同比变动 (%)
营业收入	28,900.25	55,465.96	91.92
营业总成本	(31,929.10)	(50,951.12)	59.58
营业费用	(26,858.58)	(43,845.46)	63.25
营业税及附加	(736.65)	(1,096.11)	48.80
销售费用	(1,986.88)	(3,757.81)	89.13
管理费用	(990.52)	(1,644.57)	66.03
财务费用	(1,311.80)	(526.05)	(59.90)
资产重估损失	(45)	(81.12)	81.57
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
主要比率 (%)			
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。

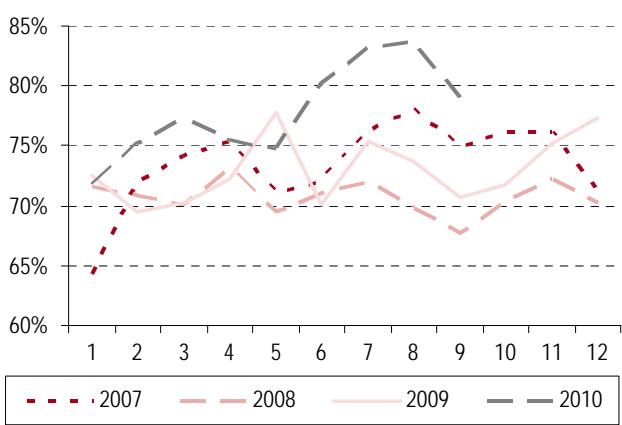
我们认为, 公司未来将继续受益于后世博效应和消费结构升级, 同时, 公司与上海航空合并的效果, 将在公司强化网络建设和优化中得到进一步发挥。

图表 4. 东方航空旅客周转量月度趋势


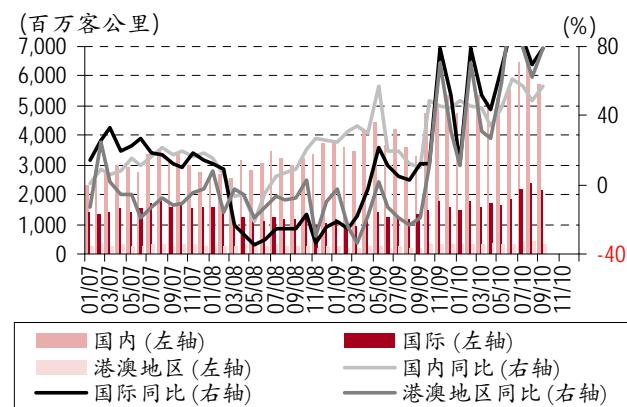
资料来源：公司数据

图表 6. 东方航空货邮周转量月度趋势

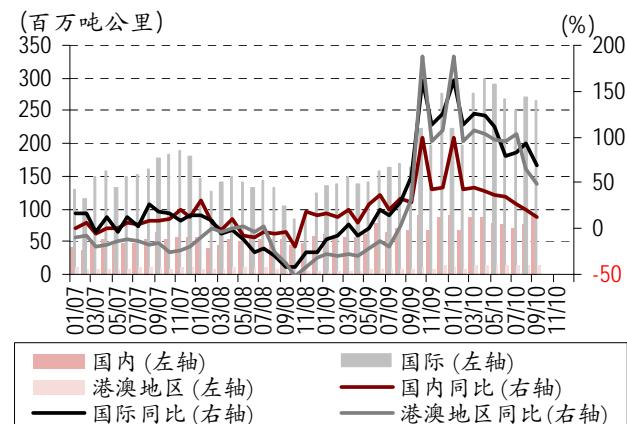

资料来源：公司数据

图表 8. 东方航空客座率月度数据


资料来源：公司数据

图表 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 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 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
净利润收入/(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

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

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

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
净利润率	(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
净利润收入/(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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票据的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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 Advisers 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 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