

2010 年 10 月 29 日

中国国航

3 季度净利润同比增长 4.84 倍

A
买入

601111.SS - 人民币 16.03

目标价格: 人民币 20.00 (▲19.50)

H
买入

0753.HK - 港币 10.46

目标价格: 港币 11.60 (▲10.90)

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(%)	65	35	28	103
相对新华富时 A50 指数(%)	79	16	15	112

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)	12,993
流通股(%)	13
流通股市值(人民币 百万)	27,868
3 个月日均交易额(人民币 百万)	656
净负债比率(%)	111
主要股东(%)	
中航集团公司	40
国泰航空	18

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 季度归属于母公司所有者的净利润同比增长 4.84 倍至 51.67 亿人民币, 由于航空需求旺盛以及合并了深圳航空的数据, 公司营业收入同比增长 76.65% 至 248.26 亿人民币, 而营业总成本同比增长 43.94%, 营业利润率提升 18.5 个百分点至 27.5%。公司 2010 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润同比增长 1.59 倍至 98.61 亿人民币, 人民币升值带来汇兑收益约 10 亿人民币。公司业绩超出了我们之前的预期。我们将公司 2010-12 年 A 股全面摊薄后每股收益分别上调 62.3%、41.8% 和下调 2.5% 至 1.013、1.130 和 1.02 元人民币, H 股分别上调 56.4%、42.1% 和下调 2.7% 至 1.003、1.131 和 1.014 元人民币。我们将 A 股目标价上调至 20.00 元, H 股上调至 11.60 港币, 维持 A 股和 H 股买入的评级。

支撑评级的要点

- 2010 年 1-9 月, 公司 (未含深圳航空和澳门航空) 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 19.8%、18.3%、20.9% 和 39.1%, 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 33%、10.7%、40.8% 和 15.8%。总体客座率达到了 80.6%, 货运载运率也达到了 59.7% 的历史最好水平。
- 上海世博会对公司 10 月份业绩将继续构成支撑, 同时 11 月举行的广州亚运会也将为淡季增加需求, 因此我们预计公司 4 季度业绩仍将保持较快增长。
- 2010 年 1-9 月公司已录得汇兑净收益约 10 亿元人民币。今后仍将受益于人民币升值。
- 公司持有国泰航空公司约 30% 的股份, 后者今年以来业绩反弹强劲, 为公司贡献可观的投资收益。

估值

- 分别基于 20 倍和 10 倍 2010 年市盈率, 我们将 A 股目标价由 19.50 元人民币上调至 20.00 元人民币, H 股由 10.90 港币上调至 11.60 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)

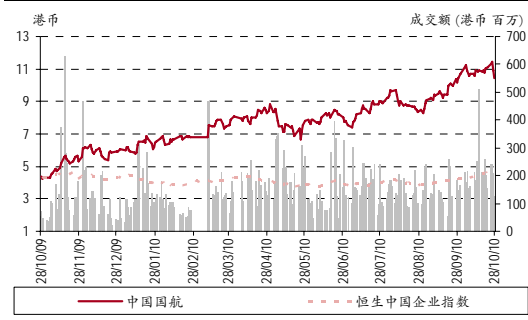
年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	52,970	51,095	74,460	84,193	90,330
变动(%)	7	(4)	46	13	7
净利润(人民币 百万)	(9,368)	5,029	13,157	14,679	13,259
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.765)	0.411	1.013	1.130	1.020
变动(%)	(368.6)	(153.7)	146.7	11.6	(9.7)
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.689	0.727	0.724
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.624	0.797	1.047
调整幅度(%)	-	-	62.3	41.8	(2.6)
原先预测摊薄每股收益(人民币)	(0.765)	0.411	1.013	1.130	1.020
调整幅度(%)	(368.6)	(153.7)	146.7	11.6	(9.7)
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	39.0	15.8	14.2	15.7
核心市盈率(倍)	N/M	39.0	15.8	14.2	15.7
每股现金流量(人民币)	0.57	0.56	1.49	1.80	1.80
价格/每股现金流量(倍)	28.1	28.5	10.7	8.9	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.8	26.9	11.3	9.1	8.9
每股股息(人民币)	0.000	0.082	0.208	0.230	0.114
股息率(%)	0.0	0.5	1.3	1.4	0.7

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)



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(%)	72	3	16	140
相对恒生中国企业指数(%)	68	(6)	5	137

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)	12,993
流通股(%)	36
流通股市值(港币 百万)	48,873
3个月日均交易额(港币 百万)	164
净负债比率(%)	110

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)	52,908	51,393	74,700	84,342	90,531
变动(%)	4	(3)	45	13	7
净利润(人民币 百万)	(8,778)	4,854	13,031	14,698	13,178
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.717)	0.396	1.003	1.131	1.014
变动(%)	(316.9)	(155.3)	153.1	12.8	(10.3)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.750	0.777	0.699
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.641	0.796	1.042
调整幅度(%)	-	-	56.4	42.1	(2.7)
核心每股收益(人民币)	(0.755)	0.396	1.003	1.131	1.014
变动(%)	(328.8)	(152.4)	153.1	12.8	(10.3)
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	22.7	9.0	8.0	8.9
核心市盈率(倍)	N/M	22.7	9.0	8.0	8.9
每股现金流量(人民币)	0.41	0.96	1.44	1.69	1.74
价格/每股现金流量(倍)	21.8	9.4	6.2	5.3	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.2	12.0	6.9	5.7	5.2
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.208	0.230	0.208
股息率(%)	0.0	0.0	2.3	2.6	2.3

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4.84倍

公司3季度归属于母公司所有者的净利润同比增长4.84倍至51.67亿人民币, 由于航空需求旺盛以及合并了深圳航空的数据, 公司营业收入同比增长76.65%至248.26亿人民币, 而营业总成本同比增长43.94%, 营业利润率提升18.5个百分点至27.5%。公司2010年1-9月归属于母公司所有者的净利润同比增长1.59倍至98.61亿人民币, 人民币升值带来汇兑收益约10亿人民币。公司业绩超出了我们之前的预期。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62.3%、41.8%和-2.5%至1.013、1.130和1.02元人民币, H股分别上调56.4%、42.1%和-2.7%至1.003、1.131和1.014元人民币。分别基于20倍和10倍2010年市盈率, 我们将A股目标价由19.50元人民币上调至20.00元人民币, H股由10.90港币上调至11.60港币, 我们仍维持对公司A股和H股买入的评级。

图表2. 2010年3季度业绩摘要(A/H股)

(人民币, 百万)	2009年3季度	2010年3季度	同比变动(%)
营业收入	14,054.34	24,826	76.65
营业总成本	(13,489.30)	(19,416)	43.94
营业费用	(11,282.77)	(17,149)	52.00
营业税及附加	(358.35)	(515)	43.59
销售费用	(1,035.45)	(1,710)	65.19
管理费用	(442.99)	(623)	40.53
财务费用	(370)	581	(257.11)
资产重估损失	0.00	0	n.a.
公允价值变动收益	553.63	519	(6.34)
投资收益	149.14	898	501.92
营业利润	1,267.81	6,826	438.45
营业外收入	50.90	92	81.66
营业外支出	(3.51)	(9)	147.51
税前利润	1,315.20	6,910	425.42
税金	(450.04)	(1,437)	219.34
税后利润	865.16	5,473	532.61
少数股东损益	(20)	306	(1,620.90)
净利润	885	5,167	483.62
基础每股收益(人民币)	0.07	0.45	542.86

主要比率(%)

经营利润率	9.02	27.50
净利润率	6.30	20.81
净资产收益率	4.08	18.10

资料来源: 公司数据

图表 3. 2010 年 1-3 季度业绩摘要(A/H 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	36,459	59,134.05	62.19
营业总成本	(35,941)	(50,825.25)	41.41
营业费用	(30,259)	(44,100.89)	45.75
营业税及附加	(902)	(1,176.65)	30.45
销售费用	(2,676)	(4,132.21)	54.42
管理费用	(1,128)	(1,581.77)	40.25
财务费用	(977)	292.69	(129.97)
资产重估损失	0	(126)	n.a.
公允价值变动收益	2,075	1,095.51	(47.20)
投资收益	460	2,787.92	505.72
营业利润	3,054	12,192.24	299.28
营业外收入	1,004	305.78	(69.54)
营业外支出	(12)	(28.49)	138.74
税前利润	4,045	12,469.53	208.24
税金	(316)	(2,215.25)	602.04
税后利润	3,730	10,254.27	174.93
少数股东损益	(81)	393	(585.08)
净利润	3,811	9,861	158.75
基础每股收益(人民币)	0.32	0.85	165.63

主要比率 (%)			
经营利润率	8.38	20.62	
净利润率	10.45	16.68	
净资产收益率	16.14	34.55	

资料来源: 公司数据

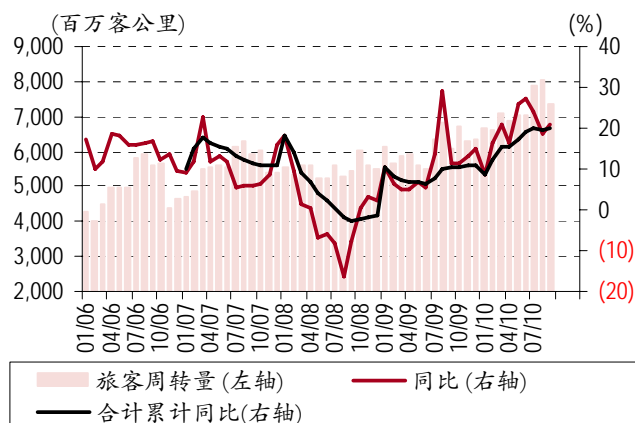
航空客货运需求增长强劲超预期

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, 2010 年 1-9 月, 公司(未含深圳航空和澳门航空)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 19.8%、18.3%、20.9%和 39.1%, 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 33%、10.7%、40.8%和 15.8%。总体客座率达到了 80.6%, 其中国内、国际和港澳台地区航线客座率分别达到了 79.8%、82.3%和 76.5%。货运载运率也达到了 59.7%的历史最好水平。

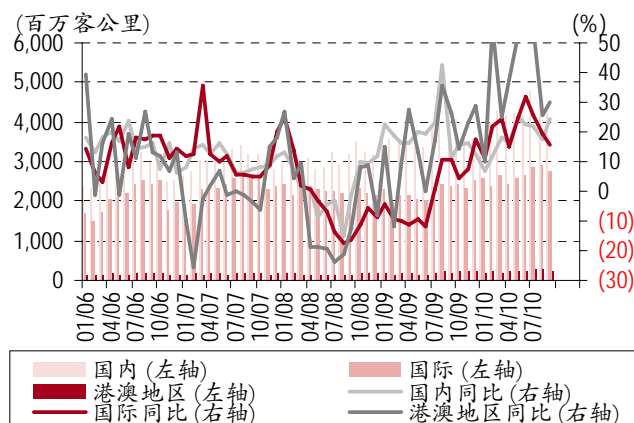
公司自 2010 年 4 月 20 日合并深圳航空, 深圳航空的航空运营体量约相当于国航股份的 1/4。公司中期报告中旅客周转量同比增长了 32%, 收入吨公里则同比增长了 36.5%。

由于上海世博会对公司 10 月份业绩将继续构成支撑, 同时 11 月举行的广州亚运会也将为淡季增加需求, 因此我们预计公司 4 季度业绩仍将保持较快增长。

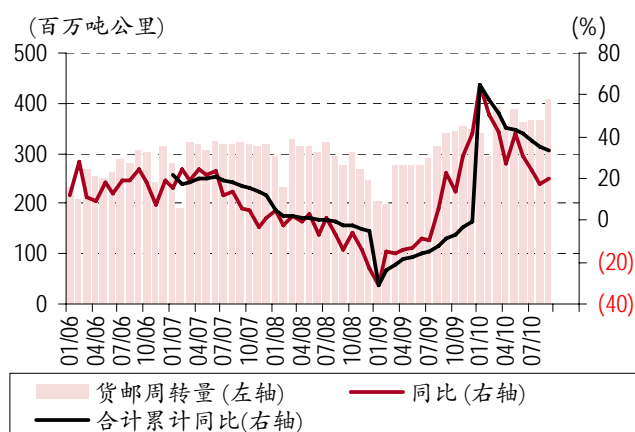
图表 4. 中国国航旅客周转量月度趋势



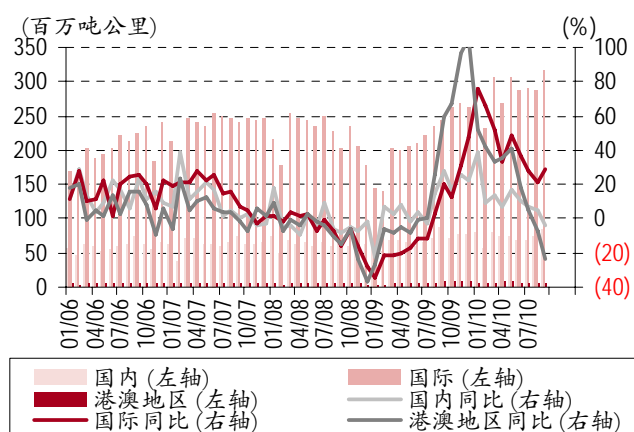
图表 5. 中国国航旅客周转量月度趋势(分航线)



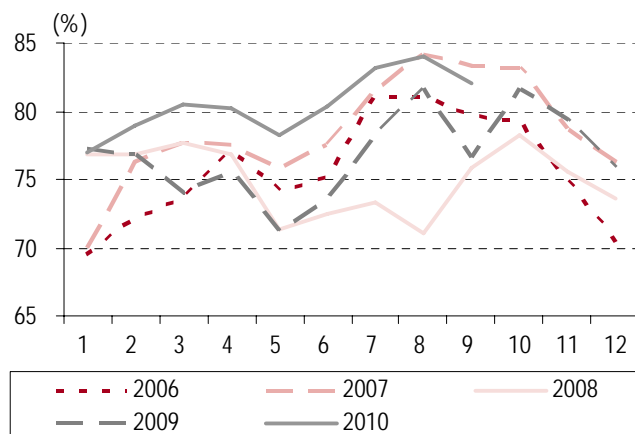
图表 6. 中国国航货邮周转量月度趋势



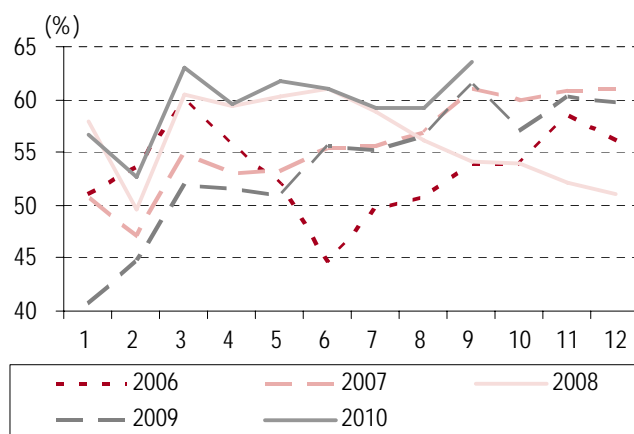
图表 7. 中国国航货邮周转量月度趋势(分航线)



图表 8. 中国国航客座率月度数据梯度图



图表 9. 中国国航货运载运率月度数据梯度图



公司未来将受益于多种因素

6月1日民航局、国家发展改革委发布通知，对民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价，公司两舱收入占比逐步提升。同时，根据新发布的航班时刻管理办法，受空域时刻资源紧张所限，繁忙机场新增时刻将受到限制，由于公司在航线网络等方面具有优势资源，这将有利于公司保持和提高在这些繁忙航线的盈利品质。

2010年1-9月人民币升值幅度不到2%，公司已录得汇兑净收益约10亿元人民币。我们预计今年人民币升值幅度可能会达到4%左右，2011年仍将继续升值5%左右。

1-9月份公司录得公允价值变动收益约11亿人民币。当前油价水平使航油衍生合约对公司的影响逐渐减少，同时成本压力也能通过燃油附加费的形式，较好的向下游传导。

公司持有国泰航空公司约30%的股份，后者今年以来业绩反弹强劲，将为公司贡献可观的投资收益。

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	52,970	51,095	74,460	84,193	90,330
销售成本	(48,607)	(41,947)	(53,621)	(59,253)	(65,156)
经营费用	326	(24)	744	833	619
息税折旧前利润	(1,578)	2,210	12,596	15,679	15,237
折旧及摊销	(6,267)	(6,913)	(8,986)	(10,094)	(10,555)
经营利润(息税前利润)	4,690	9,124	21,583	25,773	25,793
净利息收入/(费用)	(1,838)	(1,315)	(1,779)	(1,754)	(728)
其他收益/(损失)	(7,655)	4,419	6,569	5,461	3,000
税前利润	(11,071)	5,315	17,386	19,385	17,510
所得税	1,592	(336)	(3,543)	(3,932)	(3,557)
少数股东权益	111	51	(686)	(774)	(694)
净利润	(9,368)	5,029	13,157	14,679	13,259
核心净利润	(9,368)	5,029	13,157	14,679	13,259
每股收益(人民币)	(0.765)	0.411	1.013	1.130	1.020
核心每股收益(人民币)	(0.765)	0.411	1.013	1.130	1.020
每股股息(人民币)	0.000	0.082	0.208	0.230	0.114
收入增长(%)	7	(4)	46	13	7
息税前利润增长(%)	(146)	(240)	470	24	(3)
息税折旧前利润增长(%)	(49)	95	137	19	0
每股收益增长(%)	(369)	(154)	147	12	(10)
核心每股收益增长(%)	(369)	(154)	147	12	(10)

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	2,913	2,637	33,176	48,907	60,646
应收帐款	3,496	3,046	6,441	7,283	7,814
库存	813	931	1,489	1,684	1,807
其他流动资产	2,004	565	1,573	2,816	3,988
流动资产总计	9,226	7,179	42,679	60,689	74,253
固定资产	77,132	80,879	86,222	90,458	94,173
无形资产	3,055	3,063	3,111	3,141	3,141
其他长期资产	9,485	15,042	15,042	15,042	15,042
长期资产总计	89,671	98,984	104,376	108,642	112,356
总资产	98,898	106,163	147,055	169,331	186,610
应付帐款	15,402	13,945	17,982	20,333	21,815
短期债务	27,294	22,450	35,782	40,161	42,923
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	42,696	36,394	53,764	60,494	64,738
长期借款	33,591	42,688	45,936	48,369	49,904
其他长期负债	2,324	3,120	3,782	4,077	4,263
股本	12,251	12,251	12,993	12,993	12,993
储备	7,523	11,672	30,095	42,354	52,899
股东权益	19,774	23,923	43,088	55,347	65,892
少数股东权益	514	39	484	1,043	1,813
总负债及权益	98,898	106,163	147,055	169,331	186,610
每股帐面价值(人民币)	1.61	1.95	3.32	4.26	5.07
每股有形资产(人民币)	1.36	1.70	3.08	4.02	4.83
每股净负债/(现金)(人民币)	4.73	5.10	3.74	3.05	2.48

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	(11,071)	5,315	17,386	19,385	17,510
折旧与摊销	6,267	6,913	8,986	10,094	10,555
净利息费用	1,838	1,315	1,779	1,754	728
营运资本变动	2,158	(500)	84	1,314	829
税金支付	1,592	(336)	(3,543)	(3,932)	(3,557)
其它经营现金流	6,202	(5,812)	(5,292)	(5,184)	(2,723)
经营活动产生的现金流	6,986	6,895	19,401	23,431	23,341
购买固定资产净值	(7,526)	(7,758)	(14,360)	(14,360)	(14,270)
投资减少/增加	810	(6,081)	4,165	3,000	3,000
其他投资现金流	(1,556)	1,257	(1,573)	(1,243)	(1,172)
投资活动产生的现金流	(8,272)	(12,582)	(11,768)	(12,603)	(12,442)
净增权益	0	0	7,240	0	0
净增债务	5,841	12,690	16,581	6,813	4,296
支付股息	(2,891)	(1,386)	(816)	(1,991)	(3,719)
其他融资现金流	(2,420)	(5,877)	(1,038)	80	262
融资活动产生的现金流	530	5,427	21,967	4,902	839
现金变动	(755)	(260)	29,600	15,731	11,738
期初现金	3,669	2,913	3,577	33,176	48,907
公司自由现金流	(1,286)	(5,687)	7,633	10,829	10,899
权益自由现金流	4,555	7,003	24,213	17,641	15,195

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	8.9	17.9	29.0	30.6	28.6
息税前利润率	(3.0)	4.3	16.9	18.6	16.9
税前利润率	(20.9)	10.4	23.3	23.0	19.4
净利率	(17.7)	9.8	17.7	17.4	14.7
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.2	0.8	1.0	1.1
利息覆盖率	(0.8)	1.7	5.3	6.0	8.4
净权益负债率(%)	285.7	260.8	111.4	70.3	47.5
速动比率	0.2	0.2	0.8	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	N/M	39.0	15.8	14.2	15.7
核心业务市盈率	N/M	39.0	15.8	14.2	15.7
目标价对应核心业务市盈率	N/M	48.7	19.8	17.7	19.6
市净率	9.9	8.2	4.8	3.8	3.2
价格/现金流	28.1	28.5	10.7	8.9	8.9
企业价值/息税折旧前利润	52.8	26.9	11.3	9.1	8.9
周转率					
存货周转天数	5.9	7.6	8.2	9.8	9.8
应收帐款周转天数	26.3	23.4	23.3	29.7	30.5
应付帐款周转天数	98.5	104.8	78.3	83.1	85.2
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	20.0	20.5	20.4	11.2
净资产收益率	(37.2)	23.0	39.3	29.8	21.9
资产收益率	(1.7)	2.0	7.9	7.9	6.8
已运用资本收益率	(1.9)	2.6	12.3	12.3	10.7

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	52,908	51,393	74,700	84,342	90,531
销售成本	(51,124)	(41,791)	(56,816)	(63,505)	(68,925)
经营费用	2,702	3,778	4,355	4,865	4,942
息税折旧前利润	(1,908)	5,501	13,253	15,608	15,993
折旧及摊销	(6,394)	(7,879)	(8,986)	(10,094)	(10,555)
经营利润(息税前利润)	4,486	13,380	22,239	25,702	26,548
净利息收入/(费用)	(1,696)	(1,168)	(1,675)	(1,729)	(1,654)
其他收益/(损失)	(6,896)	734	5,569	5,461	3,000
税前利润	(10,500)	5,066	17,147	19,339	17,339
所得税	1,611	(263)	(3,429)	(3,868)	(3,468)
少数股东权益	111	51	(686)	(774)	(694)
净利润	(8,778)	4,854	13,031	14,698	13,178
核心净利润	(9,256)	4,854	13,031	14,698	13,178
每股收益(人民币)	(0.717)	0.396	1.003	1.131	1.014
核心每股收益(人民币)	(0.755)	0.396	1.003	1.131	1.014
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.208	0.230	0.208
收入增长(%)	4	(3)	45	13	7
息税前利润增长(%)	(152)	(388)	141	18	2
息税折旧前利润增长(%)	(52)	198	66	16	3
每股收益增长(%)	(317)	(155)	153	13	(10)
核心每股收益增长(%)	(329)	(152)	153	13	(10)

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	2,987	2,707	33,176	48,907	60,646
应收帐款	3,833	3,764	6,880	7,768	8,338
库存	1,243	1,385	1,718	1,940	2,082
其他流动资产	2,355	696	131	131	131
流动资产总计	10,418	8,551	41,905	58,746	71,197
固定资产	71,821	75,045	79,413	83,649	87,364
无形资产	1,945	1,955	2,005	2,035	2,035
其他长期资产	16,217	22,369	26,224	27,774	28,751
长期资产总计	89,984	99,368	107,643	113,459	118,150
总资产	100,401	107,919	149,548	172,205	189,347
应付帐款	15,370	14,041	18,665	21,080	22,625
短期债务	27,123	22,889	35,782	40,161	42,923
其他流动负债	233	268	75	84	91
流动负债总计	42,725	37,199	54,522	61,325	65,638
长期借款	33,824	42,688	45,936	48,369	49,904
其他长期负债	3,396	4,078	5,005	5,651	6,066
股本	12,251	12,251	12,993	12,993	12,993
储备	7,691	11,665	30,367	42,368	52,554
股东权益	19,943	23,916	43,361	55,361	65,548
少数股东权益	514	39	724	1,498	2,192
总负债及权益	100,401	107,919	149,548	172,205	189,347
每股帐面价值(人民币)	1.63	1.95	3.34	4.26	5.04
每股有形资产(人民币)	1.47	1.79	3.18	4.10	4.89
每股净负债/(现金)(人民币)	4.73	5.13	3.74	3.05	2.48

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	(10,500)	5,066	17,147	19,339	17,339
折旧及摊销	6,394	7,879	8,986	10,094	10,555
净利息费用	1,696	1,168	1,675	1,729	1,654
运营资本变动	3,110	(1,264)	1,031	1,479	946
税金	1,611	(263)	(3,429)	(3,868)	(3,468)
其他经营现金流	2,749	(820)	(6,664)	(6,804)	(4,406)
经营活动产生的现金流	5,060	11,766	18,745	21,970	22,620
购买固定资产净值	(7,573)	(15,023)	(18,111)	(15,863)	(15,217)
投资减少/增加	181	(5,651)	0	0	0
其他投资现金流	124	1,919	6,133	5,461	3,000
投资活动产生的现金流	(7,269)	(18,755)	(11,978)	(10,403)	(12,217)
净增权益	0	0	6,498	0	0
净增债务	3,866	5,500	16,141	6,813	4,296
支付股息	(838)	0	0	(2,697)	(2,991)
其他融资现金流	(157)	1,208	193	48	31
融资活动产生的现金流	2,870	6,709	22,832	4,164	1,336
现金变动	662	(281)	29,600	15,731	11,738
期初现金	2,477	2,987	3,577	33,176	48,907
公司自由现金流	(2,208)	(6,989)	6,768	11,567	10,403
权益自由现金流	1,657	(1,489)	22,908	18,380	14,699

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	8.5	26.0	29.8	30.5	29.3
息税前利润率	(3.6)	10.7	17.7	18.5	17.7
税前利润率	(19.8)	9.9	23.0	22.9	19.2
净利率	(16.6)	9.4	17.4	17.4	14.6
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.2	0.8	1.0	1.1
利息覆盖率	(1.1)	4.6	6.9	7.3	7.1
净权益负债率(%)	283.3	262.5	110.1	69.7	47.5
速动比率	0.2	0.2	0.7	0.9	1.1
估值(倍)					
市盈率	N/M	22.7	9.0	8.0	8.9
核心业务市盈率	N/M	22.7	9.0	8.0	8.9
目标价对应核心业务市盈率	N/M	25.2	10.0	8.8	9.8
市净率	5.5	4.6	2.7	2.1	1.8
价格/现金流	21.8	9.4	6.2	5.3	5.2
企业价值/息税折旧前利润	36.2	12.0	6.9	5.7	5.2
周转率					
存货周转天数	8.5	11.5	10.0	10.5	10.6
应收帐款周转天数	28.6	27.0	26.0	31.7	32.5
应付帐款周转天数	100.7	104.4	79.9	86.0	88.1
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	0.0	20.7	20.4	20.5
净资产收益率	(34.7)	22.1	38.7	29.8	21.8
资产收益率	(2.0)	5.0	8.2	7.8	7.1
已运用资本收益率	(2.3)	6.5	12.5	11.8	10.8

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