

评级：强烈推荐（首次）

交通运输 航空

公司研究报告

第一创业研究所

郭强 S1080209110064

联系人：张庆

电 话：0755-82485040

邮 件：zhangqing2@fcsc.cn

中国国航（601111）

——双重恐慌暗藏机会 高铁高油价都只是传说

摘要：

- 高铁对国航今年盈利的冲击远小于市场的猜测 由于今年几条主要高铁均通向北京，造成市场对国航今年盈利能力的担心，但这些恐慌情绪均未理性计算各种可能局面下国航盈利被侵蚀的程度。根据我们的计算，2011年高铁只侵蚀国航1.6%左右的盈利，高铁冲击下国航估值水平是没有高铁冲击时的90%。
- 高油价下市场紧张情绪忽略了中国航空公司燃油附加费联动机制，以及价格刚性造成成本转嫁能力 2011年中东政治危机爆发以来，国际油价一路走高，全球各大航空公司股价均以几乎相同的速度下跌。资本市场在额外的巨大风险面前忽略了各地区经济发展的差异及各公司成本保护机制的不同。国航显然受到拖累。历史证明，由突发事件引起的供给面紧张而推高的油价，在事态平息后都会大幅回落至正常水平，同时伴随着股市的回暖。
- 2010年引致航空业业绩大幅提升的各种因素在2011年还将继续存在 供需缺口依然可观；人民币升值幅度可能高于2010年；国际航线将随着国际经济的复苏保持回暖势头。
- 国航是最能充分享受各方面利好的公司 供需缺口的表现更倾向于提升票价而不是客座率，国航的溢价能力强于其他竞争对手，最具价格刚性，受益最大；人民币升值对国航利润的增加幅度已经追上甚至略超过南航。
- 给予国航“强烈推荐”投资评级 无论从行业整体趋势来看，还是分析公司对市场利润的攫取能力，国航都将在2011年有可观的业绩表现。目前市场同时存在高铁和高油价双重恐慌情绪，国航受到了全球航空板块的拖累，同时受到由高铁阴影带来的无理性怀疑。情绪达到最低点的市场，正是利空出尽之时，国航由于自身的燃油附加费联动机制、地区经济的强劲导致的价格刚性，以及远小于市场猜测的高铁分流影响，目前的估值缺口亟待修复。因此我们给予国航“强烈推荐”评级。
- 风险提示：油价持续攀升、航空安全事件、突发自然灾害或疫情等

2011年股价走势





目 录

1、高铁的恐慌心理远大于实际冲击	3
1.1、2011 年高铁只影响国航 1.6% 的盈利	3
1.2、高铁冲击下国航PE为无高铁时的 90%	4
2、高油价下全球航空股普遍下跌，国航受到拖累	5
1.1、市场忽视了中国航空公司的燃油成本保护机制	5
1.2、市场恢复信心时，国航将会有爆发性叠加效应	6
3、2010 年航空业势头强劲，支撑因素在 2011 年仍不退场	7
3.1、2010 年交通运输各子行业中航空业表现最突出	7
3.2、航空业强劲表现主要源于消费升级和人民币升值	7
3.3、2011 年民航繁荣的支撑因素仍不退场	8
3.4、供需缺口是根本	8
3.5、人民币，很给力	9
3.6、景气时期先看主营业务，再看汇兑收益	10
4、国航最能享受价格上升带来的超额收益	11
4.1、2011 年行业供需缺口将拉升票价而不是客座率	11
4.2、票价上升对国航最有利	12
5、国际航线面朝大海，春暖花开	14
6、国航从人民币升值中获利的能力正赶超南航	15



1、高铁的恐慌心理远大于实际冲击

1.1、2011 年高铁只影响国航 1.6% 的盈利

我们在 2011 年 2 月 15 日的《高铁影响航空股 PE 了吗？有……一丁点儿》的报告中对高铁冲击航空业的程度作了各种情境下尽可能的详尽分析。

取最严厉情境下计算出的数据可知，2011 年至 2018 年，国航及深航国内航线收入每年被高铁侵蚀幅度如下表所示：

表 1：高铁每年对国内航线收入的侵蚀

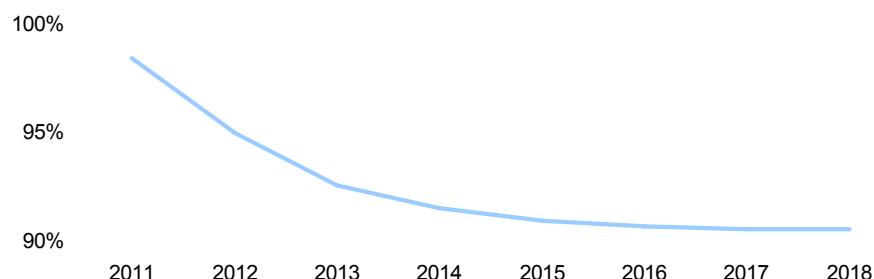
	国航	深航
2011	2.3%	2.0%
2012	7.3%	6.0%
2013	10.9%	9.1%
2014	12.3%	10.8%
2015	13.1%	11.8%
2016	13.5%	12.2%
2017	13.6%	12.3%
2018	13.7%	12.3%

数据来源：第一创业研究所

由于国航有近 40% 收入源自国际航线，这些国际航线对高铁冲击有着很好的免疫作用，因此，在计算整体营收及盈利变化时，高铁的侵蚀作用变得轻微了许多。在并表深航后，将国际航班和国内航班按各自不同的毛利率计算，最终可知，2011-2018 年，国航每年主业盈利被高铁侵蚀幅度分别为 1.6%、5.0%、7.5%、8.5%、9.1%、9.4%、9.5%、9.5%。

图 13：到 2018 年，高铁最终侵蚀掉国航 9.5% 的利润

国航2011-2018盈利受高铁侵蚀的比例



数据来源：第一创业研究所

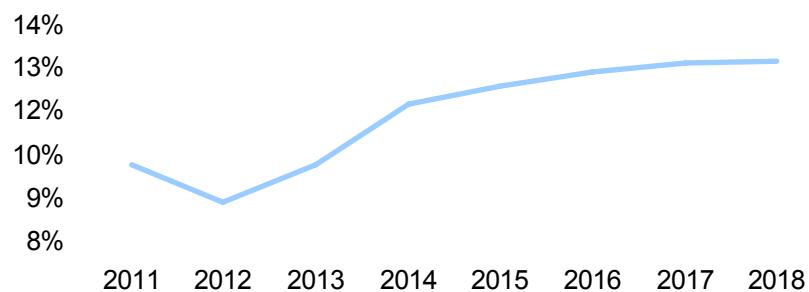


1.2、高铁冲击下国航 PE 为无高铁时的 90%

2011 年 1 月 4 日，铁道部原部长刘志军发表讲话表示今年京沪、京石、石武等高铁将如期甚至提前竣工通车，航空股价格应声而跌，整体走势与高铁概念股正好截然相反，并且也低于受加息阴影拖累的大盘指数。

图 13：国航盈利增速一度将放缓到 8%，但自 2012 年起将逐年恢复到正常水平

高铁冲击下国航每年盈利增速



数据来源：公司年报

根据不同必要回报率 r 和盈利增速 g 的假设，我们可以计算出国航估值水平比起没有高铁冲击时的下降幅度。

图 13：国航盈利增速一度将放缓到 8%，但自 2012 年起将逐年恢复到正常水平

国航PE	必要回报率 r		
	16%	18%	20%
稳定期盈利 增速 g	10%	90.39%	90.62%
	13%	90.01%	90.26%

数据来源：第一创业研究所

通过计算可以发现，高铁冲击下，国航估值水平应是没有高铁情形下的 90%。如按无高铁冲击时航空股 15 倍 PE 计算，目前国航合理估值应为 13.5 倍 PE，高出市场目前 12.5 倍的估值水平。

我们认为，由于今年开通的几条主要高铁均通向北京，尤其是京沪高铁 6 月即将开通的消息，对以北京为主基地的国航构成了相当大的威胁，资本市场上出现了一定的恐慌情绪。这些情绪均未理性计算高铁的冲击有可能处于多大的区间之内，从而引发国航股偏离其合理估值。



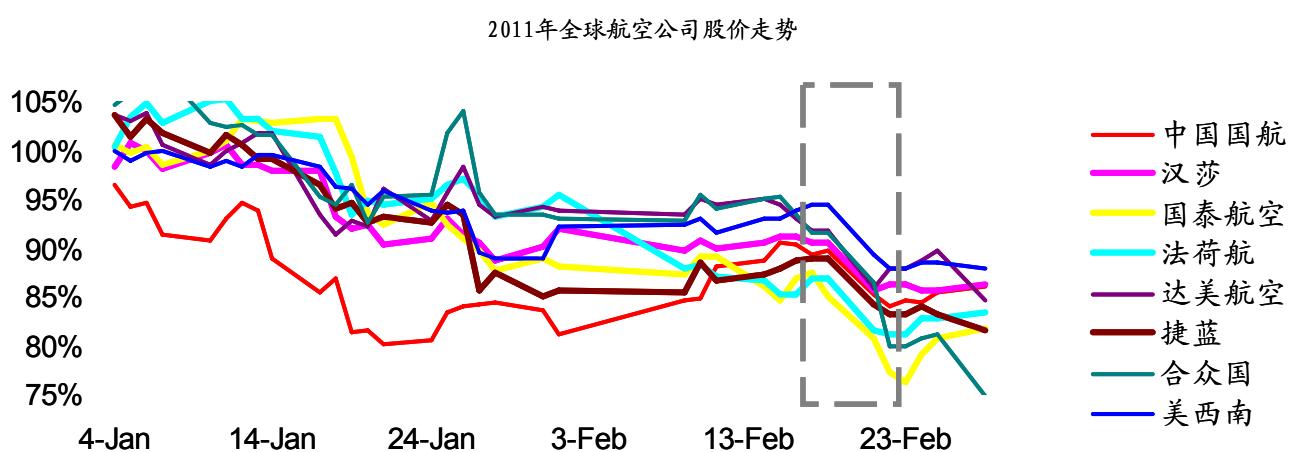
2、高油价下全球航空股普遍下跌，国航受到拖累

1.1、市场忽视了中国航空公司的燃油成本保护机制

近日来，中东紧张局势从一国蔓延到另一国，至3月2日，已经有突尼斯、埃及、巴林、也门、阿曼、利比亚等国出现政治不稳迹象，尤其是利比亚作为占全球原油产量3%的OPEC成员国组织，其紧张的国内局势不断推升世界市场原油价格。

2011年高企的油价使得各大航空公司股价大幅下挫，受全球航空板块影响，中国航空公司也经受了一轮几乎与全球相同幅度的下跌。

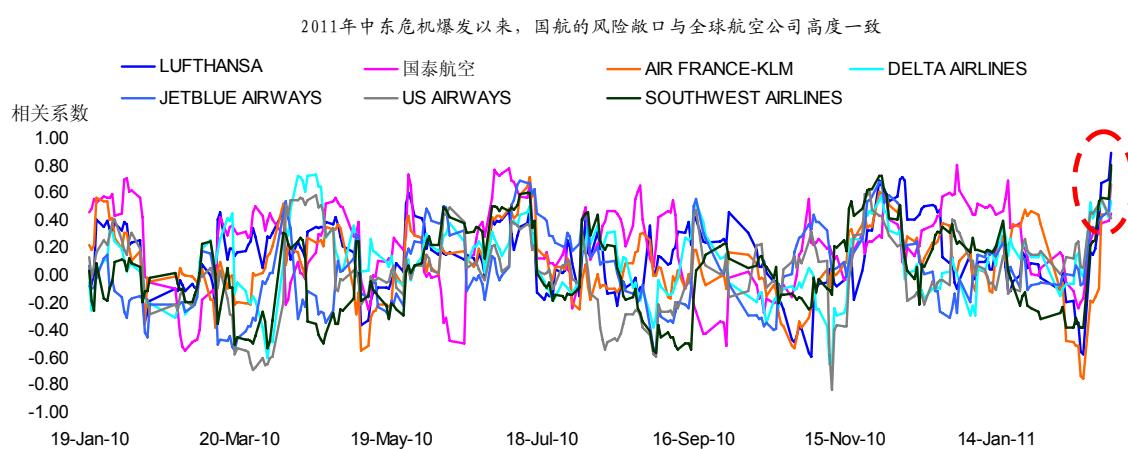
图 13：中东局势紧张时期，全球航空公司股价大幅下跌



数据来源：Bloomberg

未来可能长期持续的高油价，让全球航空市场弥漫一股紧张情绪，以至于暂时忽视了中国航空公司的燃油附加费联动机制。考察中国国航股价日波动率与全球各地区主要航空公司的关系，我们发现，高油价下各公司股价波动率的相关系数显著提高。

图 13：2月15日起，高油价下，国航股价日波动率与全球各地区航空公司相关性陡增，几乎呈完全相关局面



数据来源：Bloomberg



2011年2月15日至3月2日中东局势不断升级的这12天里，国航和全球其他航空公司股价波动率的相关性比平时提升了3倍，这在过去一年多的时间里是相当罕见的。股价波动率代表着该股票的风险大小，这也意味着，油价风险目前盖过了各公司运营能力、各地区经济发展水平的差异，成为市场集中甚至唯一关注的焦点。

这使得资本市场暂时不加区分地对待优秀的航空公司与较差的航空公司，暂时的价格趋同将有利于有成本保护机制如衍生品对冲或燃油附加费联动机制的公司股价在未来大幅反弹。

尤其在中国，巨大的供需缺口的存在使得中国的航空消费具有很强的价格刚性，票价和客座率一直呈现同涨同跌态势。中国航空公司完全有能力将油价成本转移到消费者身上。

尤其是占据国内最多公商务高端旅客的国航，成本转嫁能力最强。

图 11：三大航 8 折以上票价旅客比例

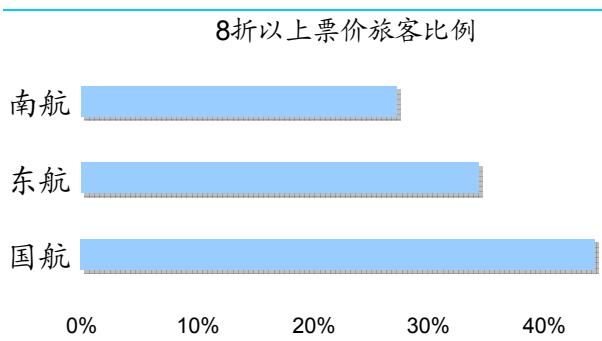
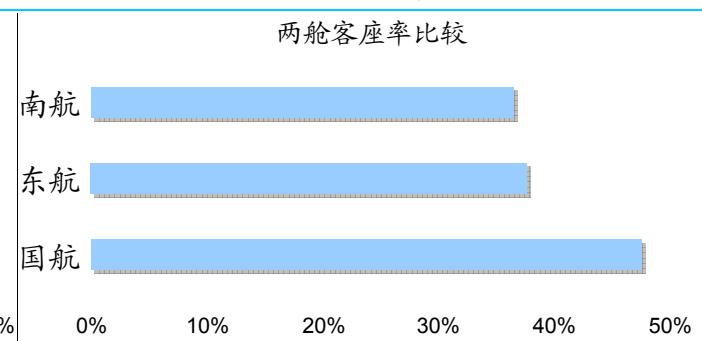


图 12：三大航两舱客座率比较

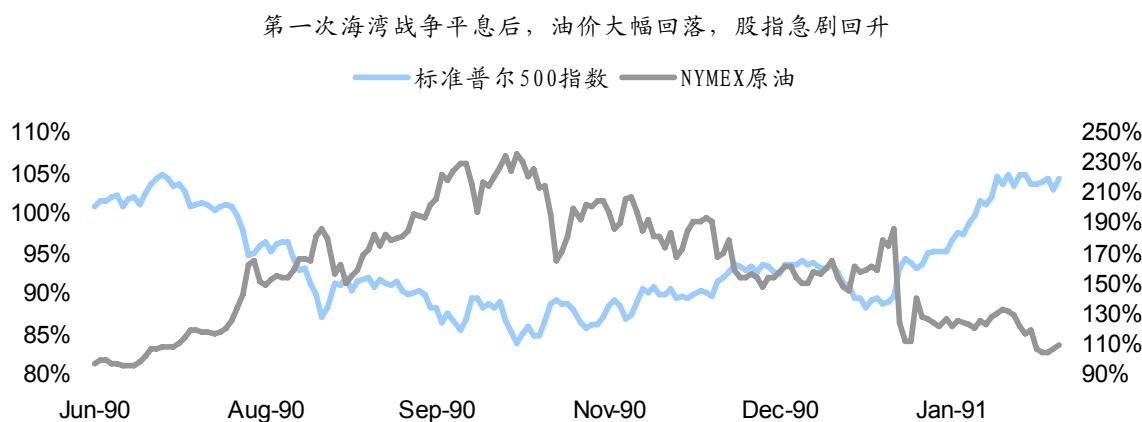


数据来源：第一创业研究所

1.2、市场恢复信心时，国航将会有爆发性叠加效应

从大盘来看，历史上每一次由于突发事件引起的供给面不稳定所推高的原油价格，在突发事件稳定后都会大幅回落，而股市则企稳回升。当有成本保护机制的航空公司股价反弹与大盘反弹叠加时，势必形成强爆发性共振效应。

图 13：第一次海湾战争平息后，油价从最高点回落了 52%，S&P500 指数从最低点上升了 23%



数据来源：Bloomberg



3、2010 年航空业势头强劲，支撑因素在 2011 年仍不退场

3.1、2010 年交通运输各子行业中航空业表现最突出

2010 年航空股表现优异。值得一提的是，2010 年上、下半年股市分别呈现熊市和牛市特征，航空股整体的贝塔值下半年大于上半年，在熊市中表现出防御性，而在牛市中表现出进攻性。

图 1：交运各子行业 2010 年市场表现比较图

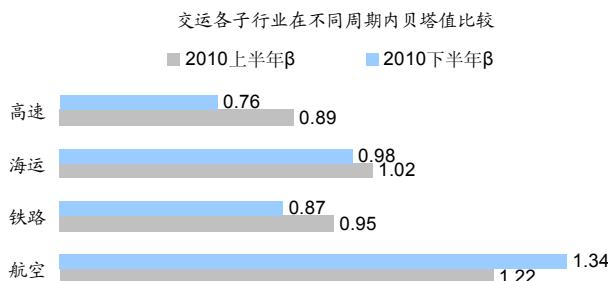
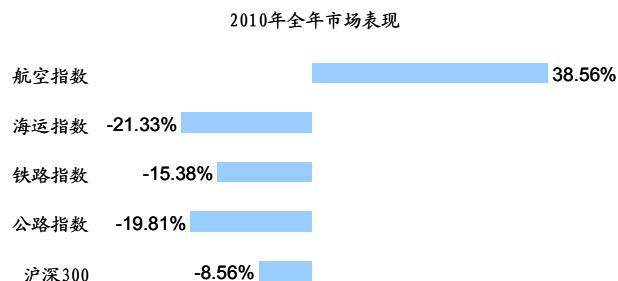


图 2：2010 年交运各子行业指数增长幅度比较



数据来源：WIND

3.2、航空业强劲表现主要源于消费升级和人民币升值

2010 年人民币贬值达到 2.5%，预计三大航 2010 年累计汇兑损益将达到主业盈利的 30%。

图 3：2010 年美元外汇价格走势

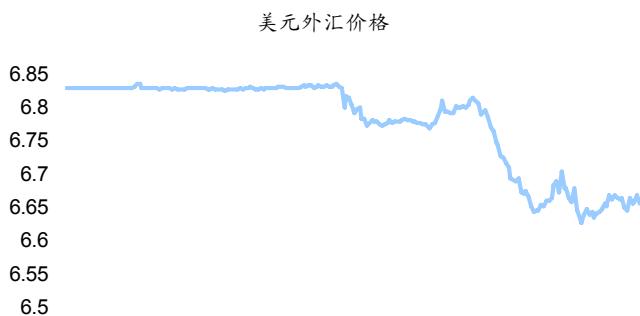
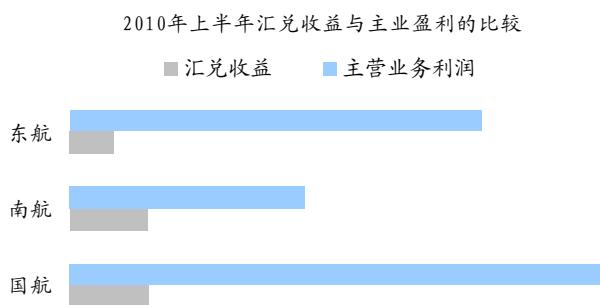


图 4：2010 年上半年汇兑损益与主业盈利比较



数据来源：WIND

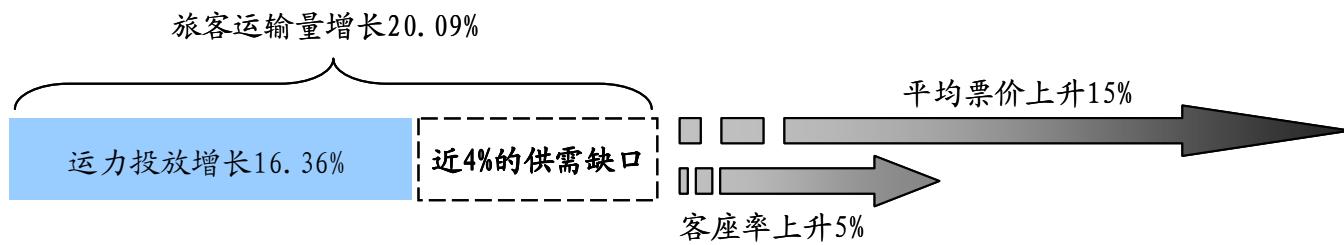
注：主业盈利=主营业务收入-主营业务成本-营业税-管理费用-销售费用

2010 年在消费升级及行业步入新一轮景气周期的双重背景下，商务及休闲出行需求大幅增长，而民航运力供给来不及跟上迅速变化的市场，落后需求增幅达 3.7 个百分点。供需缺口直接推高票价和客座率，最终使得 2010 年航空公司盈利比 09 年提高 3.7 倍。

图 5：2010 年民航供需缺口推高客座率和票价



2010年上半年供需缺口导致票价与客座率同比出现大幅上升



数据来源：民航局

3.3、2011年民航繁荣的支撑因素仍不退场

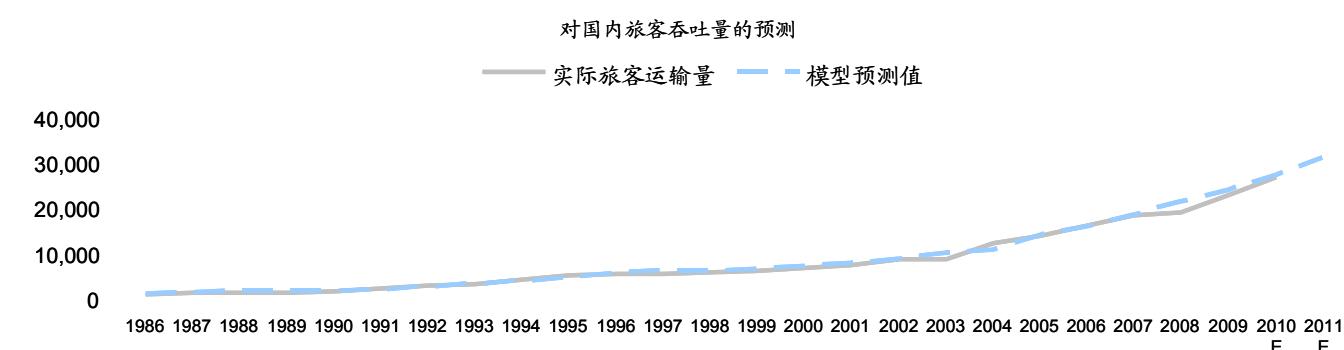
消费升级和人民币升值进程都在 2011 得以继续。不仅如此，民航业还正处在“复苏—高增长—成熟—衰落”这个行业段周期的高增长阶段，可以说，民航业正在享受长短两景气周期的叠加效应。

我们摘取了自 1986 年至今的航空旅客周转量数据与实际 GDP 数据（1978 年为基准），作回归分析，消除异方差和自回归后，我们得到二者时间序列方程为：

$$PAX_t = PAX^{0.7337} \times \frac{GDP_t^{1.3446}}{GDP_{t-1}^{1.3446 \times 0.7337}}$$

根据该公式计算，2011 年中国民航旅客周转量将达到 3.08 亿人次，比 2010 年增长 15%。而受到大批飞机退役及推迟交付的影响，明年航空业供给增速约只有 10%。2011 年民航供需缺口与 10 年基本持平。

图 5：2010 年民航供需缺口推高客座率和票价



数据来源：民航局

3.4、供需缺口是根本

长周期景气：消费升级刺激航空出行

2009 年中国人均乘机次数为 0.17 次，相当于美国 50 年代初和日本 70 年代初的水平。日本和美国在人均 GDP3000 美元的历史时期，人均乘机次数分别为 0.24 和 0.59，我国航空业还有相当大的发展空间。



2000 年起，中国民航业步入高速增长的长周期，十年时间里，除 03 非典年和 08 地震年外，其余每年旅客周转量增长都超过 10%。

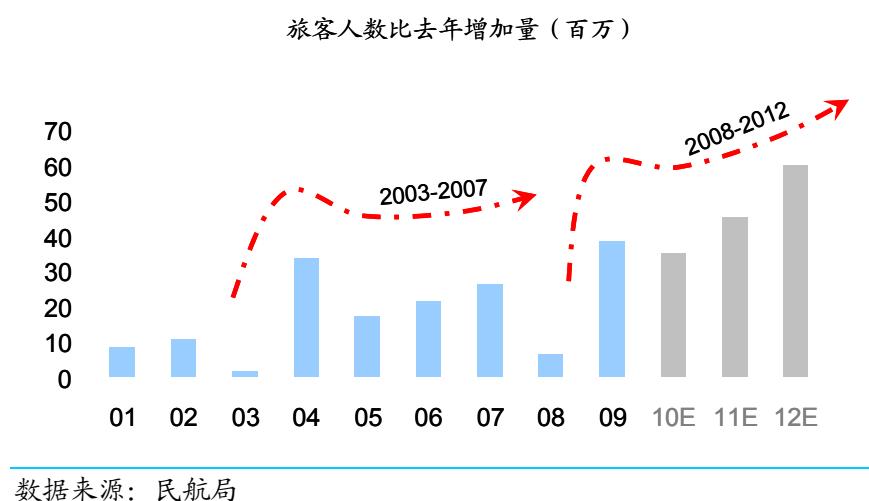
短周期景气：03-07 年历史重演

2003 年以前，行业秩序混乱，运力投放增速过快，同时居民收入水平及消费能力与今日不可同日而语，这导致航空业举步维艰，经营者如履薄冰。

2004 年起，被消费能力及非典疫情抑制的航空需求开始出现爆发式增长，中国航空业迎来了连续 4 年的黄金周期，尤其是在 2007 年，伴随着人民币的升值，国内各航空公司均录得历史上罕见的高营收。

2008 和 2009 年，一系列突发事件如金融风暴、奥运安保、地震雪灾的叠加导致了航空业的整体急剧萎靡。然而，正如 2003 年非典之后迎来了 2004 年的井喷，2010 年的中国航空业在全球经济复苏的大背景下，又一次实现了行业历史上突破，全行业客座率和票价指数双双创下新高。相比起 2007 年，2010 年的客座率提升了 5%，而年度平均票价指数提高了 15%。

图 6：后 03 时期与后 08 时期民航业发展比较



中国的航空业是明显的强周期性行业，在航空市场繁荣时，主营业务决定了航空公司的业绩，管理优秀的公司将木秀于林，在航空市场冷清时，中国的航空公司依赖人民币升值提升盈利，借助衍生工具对冲高昂成本，在运营出现亏损时，政府提供补贴以减少民航全行业的亏损。

分析中国民航业处于盛衰周期的哪个阶段，对分析其主要盈利动因至关重要。

3.5、人民币，很给力

在我国着力于经济结构升级，以及将出口依赖型经济转为内需拉动经济的宏观背景下，根据第一创业研究所的预测，人民币汇率将有进一步松动的可能。我们预计明年人人民币升值幅度将会进一步加大，有可能达到 5%。汇兑损益将再次成为航空业高增长的引擎。

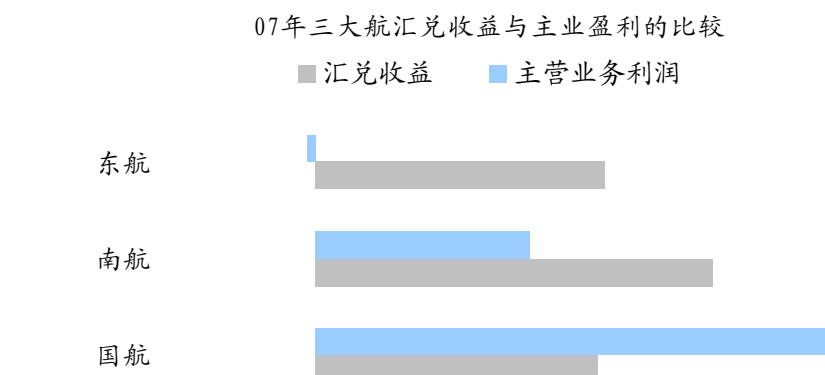


3.6、景气时期先看主营业务业绩，再看汇兑收益

现在的中国民航，在消费结构升级的经济周期里已经步入快车道，在行业盛衰的行业周期都也正处在一个新的景气阶段，景气叠加上快车道，喷薄而出的需求让民航业防不胜防，只恨飞机太少装不下拥堵在机场里的旅客。

在这样的人人都能赚钱的历史时期，航空公司要做到业绩领先，决定性因素还是主营业务盈利能力，其次才是汇兑收益等非主营收入。07年人民币大幅升值，航空业全年景气，行业背景与2010-2011年非常相似，在07年，三大航业绩表现差距主要源于主营业务利润差距，汇兑收益此厚彼薄的影响排在其次。可以预测，2011年各公司主营盈利能力仍是业绩的首要决定因素。

图7：2007年三大航汇兑收益与主业盈利的比较

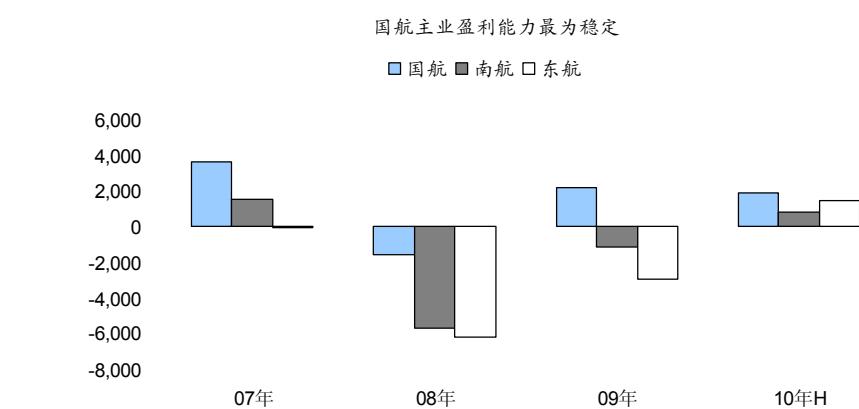


数据来源：公司年报

注：主业盈利=主营业务收入-主营业务成本-营业税-管理费用-销售费用

不论是行业周期里的景气期还是衰退期，国航主业盈利的稳定性都远远超过同行。08年是行业最不景气的年份，国航主业亏损远低于东航和南航，09年国航又是第一个从衰退中复苏。2010年起，航空业步入新的景气周期，主业盈利能力强的公司将会获得高于平均水平的超额收益。

图7：2007年三大航汇兑收益与主业盈利的比较



数据来源：公司年报



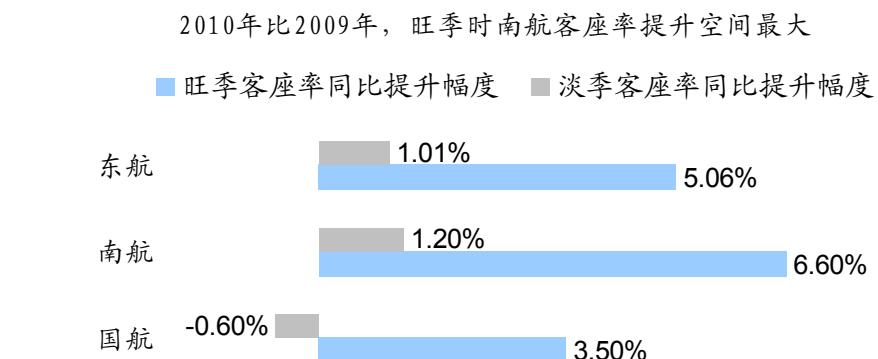
4、国航最能享受价格上升带来的超额收益

4.1、2011 年行业供需缺口将拉升票价而不是客座率

供需缺口传导到运营上，一是影响客座率，二是影响票价水平，目前国内平均客座率已经达到 80%，根据航空经济学，这意味着在京沪、京广、深沪等主干线的客座率已经接近 100%。

因此，供需缺口要么体现在次干线市场的客座率提升上，要么体现在平均票价水平的提升上，只有这二者还有可提升的空间。

图 8：淡旺季客座率提升幅度比较



数据来源：公司运营数据 第一创业研究所

从上图中可以看到，2010 年比 2009 年，不论旺季还是淡季，客座率提升幅度南航最大，东航次之，国航居尾，如果要比较次干航线在整体按网络中的比例，三大航的顺序也是如此。这是因为，在全国平均客座率达到 80% 水平的时候，只有次干线市场客座率还有大幅提升的空间。

这样的客座率提升空间在 2010 年已经得到充分兑现，2010 年最旺的 8 月，国航、南航客座率分别达到 83.5%、83.3%，东航更是由于世博会因素，客座率提升到 84.1%。2011 年，国内无论是主干航线还是次干航线，客座率已经基本没有了提升空间。

因此，2011 年的供需缺口将主要传导至票价水平上。由于供需缺口将稳定在 3-4% 之间，我们推测明年全年票价指数上升幅度同比有可能再次超过 10%。

此外，我们还可以清晰地看到国内航空票价指数作为 CPI 统计的一部分，随着 CPI 的上升而一路上扬，二者变动趋势显著相关。

我们认为，并非是航空票价作为 CPI 构成的一部分，成为 CPI 上升的原因，实际上，航空票价是 CPI 迅速上升的结果。由于名义收入增加带来的财富效应，居民一方面感觉到可支配的纸币在增加，另一方面感觉到相比起其他消费品的价格猛涨，机票价格反而相对下降，因此大批居民增加出行计划，或者变更地面交通为空中交通。庞大的需求在促狭的供给面前，迅速推高了票价。

2011 年中国 CPI 政策容忍度已放宽到 4%，高出 2010 年 1 个百分点，



由此也可以推断出航空票价指数在高通胀背景下还会继续 2010 年的快速攀升的态势。

图 8：票价随 CPI 一齐上升

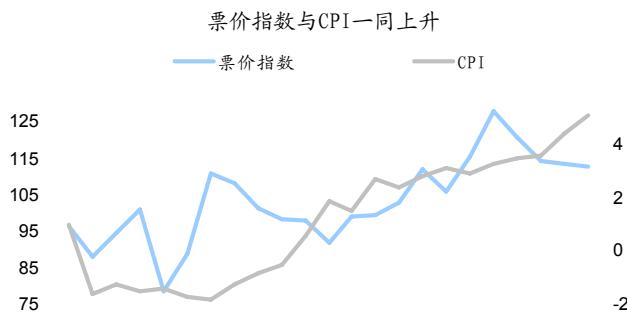
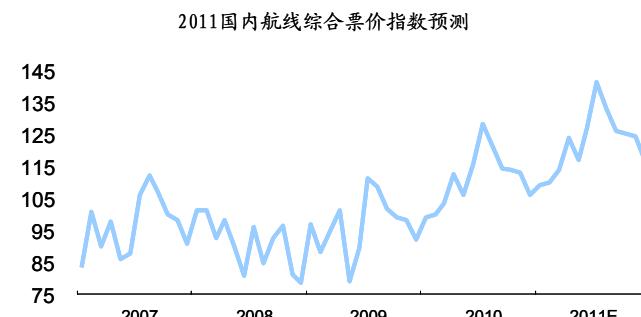


图 8：预计明年国内航线综合票价指数能摸高到 140



数据来源：国家统计局、民航局

4.2、票价上升对国航最有利

首先，国航公务旅客比例在三大航中居首，这些旅客价格弹性很小。而东航和南航旅客中自费旅游客比例相对较高，这些具有高价格弹性的客源在票价上升时会削减航空出行开支。2010 年，国航两舱客座率位居同业最高。

其次，根据航空业定价的传统，每个城市市场份额最大者由于拥有最广泛的销售网络、数量最庞大的常旅客人数以及最丰富的航线网络，从而拥有强大的定价话语权和溢价能力，其他竞争对手只有采取价格跟随策略。

国航在中国前十大机场中的北京、深圳、成都、杭州四个机场市场份额居首，是三大航中拥有最强大议价能力者，即是说，国航最能充分利用票价上涨空间。

比较起来，中国前十大机场中，东航在上海、西安、昆明三个机场市场份额第一，而南航仅在广州和厦门占据最大市场份额。

表 1：三大航在前十机场市场份额居首位情况

	国航+深航	东航+上航	南航+厦航
北京	1		
上海		1	
广州			1
深圳	1		
成都	1		
昆明		1	
杭州	1		
西安		1	
厦门			1
重庆			



数据来源：《2010/2011 冬春航班时刻》、公司运营数据



5、国际航线面朝大海，春暖花开

2010年以来，世界经济复苏逐渐确立，国际航线和港澳航线迅速回暖，国航外线收入比例远高于南航和东航，因此国航从国际经济复苏中获利也最为充分。

图 11：国际航线回暖势头强劲

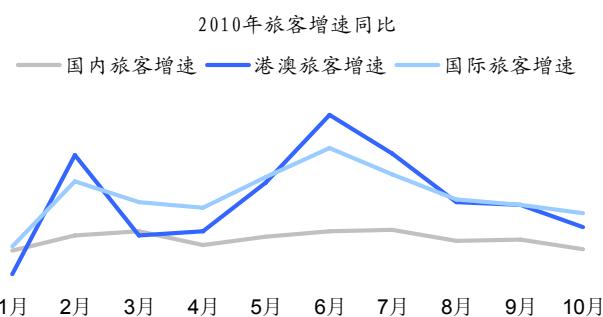
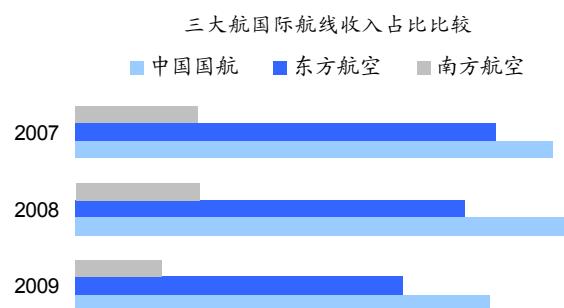


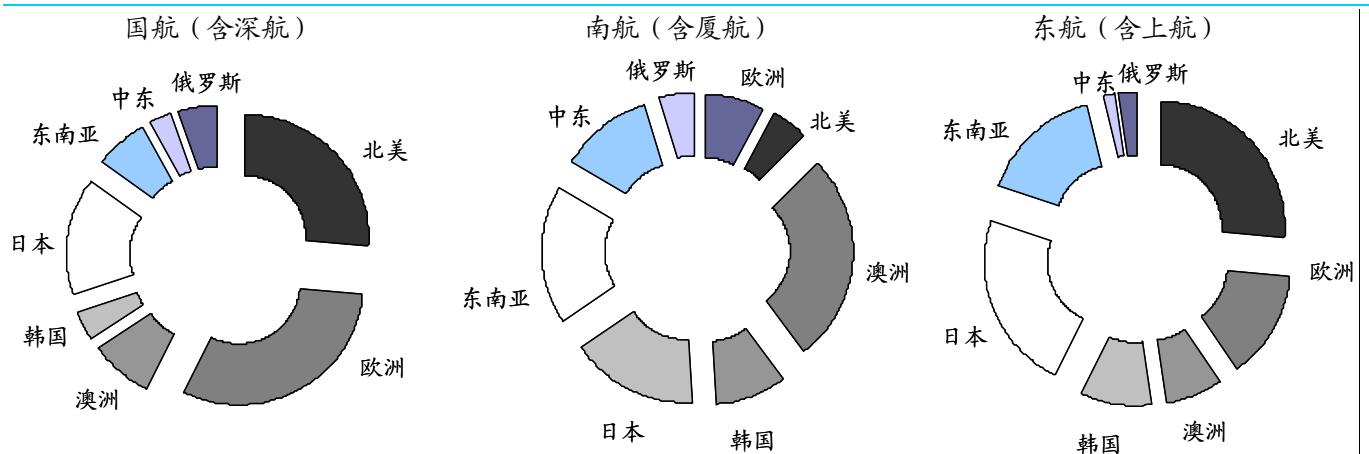
图 12：国航国际航线比例最高



数据来源：公司年报

国航是中国航空公司中欧美线份额最多的航空公司，进入2011年以来，美国各项经济指标均不断向好，尤其是失业率呈下降趋势，通缩风险逐渐消除。美联储在3月1日递交给国会的半年度报告中称美国经济正在以稳定的步伐持续复苏，基本上已经达到预期目标。美联储官员曾表示，预计美国2011年国内生产总值增长率介于3.4%-3.9%，而在2010年11月时的预期为3.0%-3.6%。与此同时，3月1日欧盟执委会在一年两度的对欧盟、欧元区的中期经济预估中称，由于出口的增长，预计2011年欧元区国内生产总值增速为1.6%，而在2010年11月时的预估为1.5%。

图 13：三大航国际航线收入构成比例



数据来源：第一创业研究所

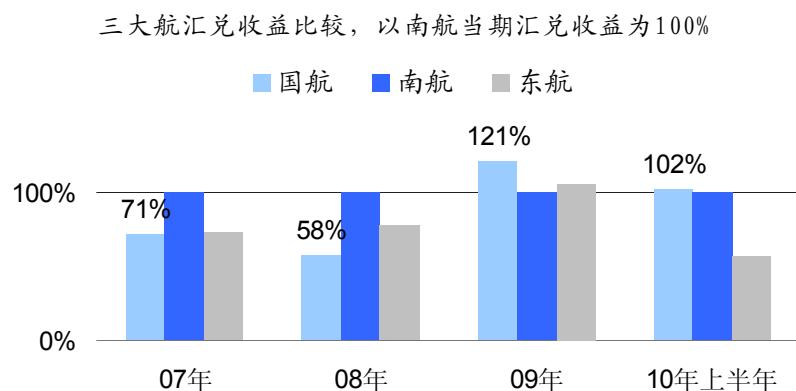


6、国航从人民币升值中获利的能力正赶超南航

09 年以前南航从人民币升值中获益远大于东航和国航，仅汇兑收益这一项，南航 07 和 08 年分别超出国航 8 亿和 10.8 亿，而同期，国航东航汇兑收益分别只占南航的 60% 和 75%。可以说，国航略显单薄的美元负债限制了国航的最终盈利表现。

但是在 09 年以后，随着各公司债务的变化，尤其是国航深航并表，各公司美元负债余额也随之而变。在 2009 年和 2010 年上半年，国航从人民币升值的过程中获取的汇兑收益已经超过了南航和东航，我们预计国航汇兑收益不断攀升的趋势将持续到 2011 年。

图 13：相比起竞争对手，国航汇兑收益能力从 09 年起显著增强



数据来源：公司年报

预计国航 2011 年约有 600 亿贷款为美元贷款，推算可知，人民币每升值 1%，可带来 6 亿汇兑收益。人民币升值 1%，则可带来 6 亿汇兑收益，增厚国航 EPS0.05 元。



资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7,178.8	14,359.3	33,624.0	59,196.3	一、营业收入	51,095.4	78,160.9	88,933.6	95,058.7
货币资金	3,201.6	8,130.8	26,858.1	52,117.1	减：营业成本	41,947.1	59,296.0	68,190.4	72,901.8
交易性金融资产	0.0	31.0	31.0	31.0	营业税金及附加	1,505.1	1,559.8	2,074.3	2,215.7
应收款项	2,203.7	2,924.1	3,174.2	3,347.1	销售费用	3,812.5	5,273.8	5,336.0	5,703.5
预付款项	350.3	565.6	669.6	713.1	管理费用	1,620.3	2,222.0	2,555.3	2,643.0
存货	931.3	1,217.7	1,400.9	1,497.9	财务费用	1,205.9	-202.2	335.8	356.1
其他流动资产	492.0	1,490.1	1,490.1	1,490.1	资产减值损失	161.2	117.7	5.7	3.9
非流动资产	98,984.4	131,852.6	137,100.6	141,866.6	加：公允价值变动收益	2,759.6	1,000.5	0.0	0.0
股权投资	13,235.6	15,171.8	15,171.8	15,171.8	投资收益	610.4	3,698.2	4,248.1	4,248.1
债权与公允价值资产	254.3	264.0	264.0	264.0	其中：联营企业收益	606.6	3,539.3	4,248.1	4,248.1
固定资产	69,147.5	86,254.5	81,797.7	76,531.5	二、营业利润	4,213.2	14,592.4	14,684.2	15,482.8
在建工程	11,731.1	24,086.4	33,791.2	43,823.4	加：营业外收入	1,168.5	475.5	489.8	504.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	67.1	37.4	38.6	43.4
无形及递延性资产	3,063.5	4,370.5	4,370.5	4,370.5	三、利润总额	5,314.7	15,030.5	15,135.3	15,943.9
其它非流动资产	1,552.4	1,705.5	1,705.5	1,705.5	减：所得税费用	336.4	2,650.6	2,270.3	2,391.6
资产总计	106,163.2	146,211.8	170,724.6	201,062.9	四、净利润	4,978.3	12,379.8	12,865.0	13,552.3
流动负债	36,394.3	48,003.0	59,650.7	76,436.7	归属母公司净利润	5,029.5	11,680.0	11,639.8	12,327.0
短期借款	20,174.9	25,129.0	36,791.4	53,866.2	少数股东损益	-51.2	699.8	1,225.3	1,225.3
应付账款	7,876.3	10,456.2	11,718.7	12,327.2	五、总股本(百万股)	12,251.4	12,251.4	12,251.4	12,251.4
预收帐款	38.1	63.8	73.7	78.8	EPS(元)	0.41	0.95	0.95	1.01
其它流动负债	8,305.0	12,354.0	11,067.0	10,164.5					
非流动负债	45,807.5	62,532.4	62,532.4	62,532.4					
长期借款	27,321.1	41,075.8	41,075.8	41,075.8					
专项及预计负债	1,593.6	2,453.9	2,453.9	2,453.9					
其它非流动负债	16,892.8	19,002.7	19,002.7	19,002.7					
负债合计	82,201.8	110,535.4	122,183.1	138,969.1					
少数股东权益	38.6	500.4	1,725.7	2,951.0					
股本	12,251.4	12,251.4	12,251.4	12,251.4					
资本公积与其它	10,749.7	10,122.7	10,122.7	10,122.7					
留存收益	921.8	12,601.9	24,241.6	36,568.6					
股东权益合计	23,922.9	34,976.0	46,615.7	58,942.7					
负债和股东权益	106,163.2	146,211.8	170,724.6	201,062.9					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	6,895.3	17,947.9	16,857.5	18,324.3	成长能力				
净利润	4,978.3	12,379.8	12,865.0	13,552.3	营业收入	-3.5%	53.0%	13.8%	6.9%
折旧摊销	7,074.7	7,780.2	8,462.5	9,270.1	营业毛利	109.7%	106.2%	10.0%	6.8%
财务费用	1,041.8	-202.2	335.8	356.1	主业盈利	240.1%	343.8%	9.9%	7.6%
投资损失	-3,370.4	-4,698.7	-4,248.1	-4,248.1	母公司净利	155.0%	132.2%	-0.3%	5.9%
营运资金变动	-499.5	23.0	157.6	-23.5	获利能力				
其它变动	-2,329.6	2,665.8	-715.3	-582.6	毛利率	17.9%	24.1%	23.3%	23.3%
投资活动现金流	-12,582.1	-11,567.2	-9,456.7	-9,784.1	主业盈利/收入	4.3%	12.5%	12.1%	12.2%
资本支出	-7,370.7	-15,509.7	-13,704.8	-14,032.2	ROS	9.7%	15.8%	14.5%	14.3%
长期投资	-6,468.3	-59.3	0.0	0.0	ROE	21.0%	33.4%	25.0%	20.9%
其它变动	1,256.9	4,001.7	4,248.1	4,248.1	ROIC	6.8%	11.9%	10.1%	8.7%
筹资活动现金流	5,426.9	-1,568.0	11,326.6	16,718.7	偿债能力				
债务融资	11,749.9	2,253.1	11,662.4	17,074.9	资产负债率	77.4%	75.6%	71.6%	69.1%
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	4.1	-61.2	38.3	38.1
其它变动	-6,323.1	-3,821.1	-335.8	-356.1	速动比率	0.16	0.24	0.52	0.74
汇率变动影响	-16.6	-47.2	0.0	0.0	经营现金净额/当期债务	0.34	0.71	0.46	0.34
现金净增加额	-276.5	4,765.5	18,727.4	25,259.0	营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.53	0.52	0.47
					应收账款天数	15.53	13.47	12.85	12.68
					存货天数	7.99	7.39	7.40	7.40
每股指标(元)					每股指标(元)				
					主业盈利/股本	0.18	0.80	0.88	0.95
					每股经营现金流	0.56	1.46	1.38	1.50
					每股净资产	1.95	2.81	3.66	4.57
估值比率					估值比率				
					P/E	28.45	12.25	12.29	11.61
					P/B	5.99	4.15	3.19	2.56
					P/S	2.80	1.83	1.61	1.51
					EV/EBITDA	20.41	11.83	10.48	9.28

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼
TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:200120