



2009年1月8日

审慎推荐

航运业

中金公司研究部

分析员：杨鑫，CFA yangxin@cicc.com.cn

联系人：聂迪中 niedz@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

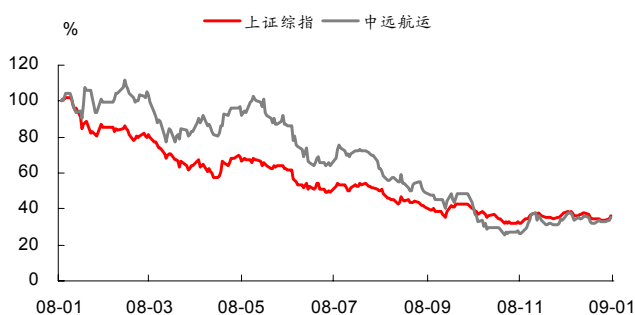
中远航运(600428/7.22 元)

运营数据不理想，小幅下调盈利预测

主要财务指标

(人民币百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	3,742	3,851	5,325	6,438	5,020	5,378
(+/-%)	84	3	38	21	(22)	7
营业毛利	1,188	1,018	1,624	1,968	877	811
(+/-%)	74	(14)	59	21	(55)	(7)
营业利润	1,035	784	1,357	1,731	647	559
(+/-%)	78	(24)	73	28	(63)	(14)
净利润	685	583	1,074	1,435	675	651
(+/-%)	83	(15)	84	34	(53)	(4)
摊薄每股收益(元)	0.52	0.44	0.82	1.10	0.52	0.50
(+/-%)	83	(15)	84	34	(53)	(4)
每股自由现金流(元)	0.37	0.79	1.79	0.78	(0.22)	(0.05)
市盈率	13.8	16.2	8.8	6.6	14.0	14.5
市净率	4.5	3.7	2.8	2.5	2.2	1.9
净负债权益比(%)	6.2	-8.3	-7.3	-40.6	-26.2	-19.6
资产收益率(%)	17.9	14.7	14.7	23.4	10.3	9.1
净资产收益率(%)	32.3	22.7	32.2	37.6	15.5	13.4
股息收益率(%)	4.1	2.8	2.8	10.0	1.4	1.4
A股						
当前股价	人民币7.22					
股票代码	600428.CH					
日成交量(百万股)	30.9					
52周最高价/最低价	人民币22.00/4.81					
总市值(百万元)	9,461					
总股数(百万股)	1310					
其中：流通A股(百万股)	1310					
主要股东(持股比例)	广州远洋运输公司(45.13%)					

近期股价表现



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

要点：

08年四季度货运周转量表现不佳：环比三季度有高达10%的下滑，而同比也下滑了2%。一方面中国从非洲和拉美进口大宗初级商品为主的回程货运量有所下降；另一方面去程货中的钢材运量环比也有所下滑。

下调盈利预测：鉴于四季度回程货运价低于之前预期，我们将08年多用途船和杂货船的运价假设分别小幅下调4%左右，从而将08年净利润调低8%。调整后，08年至2010年每股盈利分别为1.10元、0.52元和0.50元，08年同比增长34%，而09和2010年分别同比下滑53%和4%。

去程货运价存在潜在的下滑风险：去程货以中国向亚非拉出口的机械设备货为主。08年11月中国向非洲和拉美出口总额同比增速分别44%和40%，而12月则急剧放缓至16%和3%。由于出口额中大部分为机械设备，因此我们推断09和2010年的去程货需求将有所下滑，去程货运价存在潜在的下滑风险。但是鉴于特种船可替代性小，预计运价尚能维持平稳，暂不下调。

维持“审慎推荐”评级不变，提示高估值风险：考虑公司在未来两年亏损的可能性很小，维持“审慎推荐”的评级不变。但是中远航运目前市净率估值明显高于国际干散货可比公司、国际重吊船可比公司和A股航运公司的水平；在中国向亚非出拉口皆机械设备增速明显放缓，回程货风险较大，去程货业绩存在潜在风险的情况下，我们认为目前的估值未全部反映公司业绩的全部风险，因此我们提示估值过高带来的风险。

表 1：08 年运营数据

千吨	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008.12	2008
多用途船运量	1417	1553	1732	1304	410	6,006
环比增速	-4%	10%	12%	-25%	-8%	n.a
同比增速	15%	14%	13%	-12%	-8%	7%
杂货船运量	788	792	711	763	252	3,054
环比增速	20%	1%	-10%	7%	16%	n.a
同比增速	14%	9%	-2%	16%	3%	9%
其他特种船运量	269	256	216	210	88	951
环比增速	31%	-5%	-16%	-3%	109%	n.a
同比增速	101%	8%	33%	2%	18%	29%
总运量	2,474	2,601	2,659	2,277	751	10,011
环比增速	6%	5%	2%	-14%	7%	n.a
同比增速	20%	12%	10%	-3%	-2%	10%
总周转量（千吨海里）	13,704	13,164	14,964	13,406	4,324	55,238
环比增速	0%	-4%	14%	-10%	-4%	n.a
同比增速	21%	7%	13%	-2%	-6%	9%

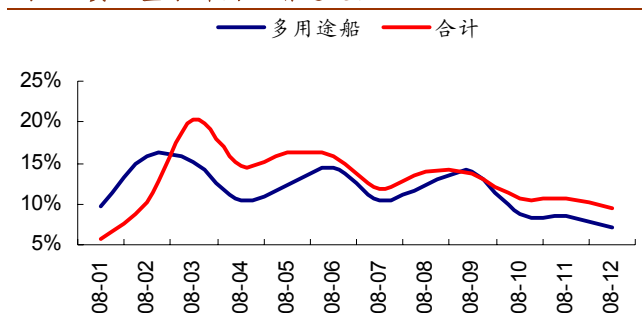
资料来源：公司数据，中金公司研究部

08 年四季度货运周转量表现不佳

公司四季度的货运周转量环比三季度有高达 10% 的下滑，而同比也下滑了 2%，其中多用途船的下滑较为明显（表 1 和图 1）。

四季度货运周转量环比下滑的主要原因包括：

- 1) 由于干散货市场的低迷，中国从非洲和拉美进口大宗初级商品为主的回程货运量有所下降。
- 2) 去程货中的钢材运量环比有所下滑。根据统计，中国钢材出口量 11 月创出 30 个月以来新低，同比下滑了 28%。

图 1：货运量累计同比增速变化


资料来源：公司数据，中金公司研究部

运价低于预期，下调盈利预测

鉴于四季度干散货市场低迷导致回程货表现不佳，08 年盈利难以达到之前预期，我们将 08 年多用途船和杂货船的运价假设分别小幅下调 4% 左右（表 2），而其 09 和 2010 年的运价也将在 08 年运价下调的基础上有所下调。而之前货运量的假设则基本符合预期。

调整后杂货船 09 年运价与 05 年相当，2010 年运价则略高于其 04 年水平；多用途船 09 年运价与 06 年相当，2010 年运价与 05 年相当；重吊船和半潜船等特种船 09 年和 2010 年运价则基本保持平稳（分船型具体预测请参见表 5）。

四季度燃油价格下跌明显，但是由于该季度消耗的燃油多为油价大幅下滑之前所采购，因此四季度的燃油成本也不会出现明显的下降，因此我们不对 08 年全年燃油成本的假设做任何调整。至于 09 年，我们已经假设单位燃油价格同比下降 30%，整体燃油成本同比下降 33%。

基于上述调整，08 年每股盈利由之前的 1.19 元下调至 1.10 元。而 09 年和 2010 年调整后的每股收益则分别为 0.52 元和 0.50 元，相当于分别同比下滑 53% 和 4%（表 2）。

表 2: 盈利预测调整汇总

(人民币百万)	2007	2008E	2009E	2010E
多用途船平均运价 (元/吨)				
调整前	566	663	464	417
(+/- %)		17.0	-30.0	-10.0
调整后	566	637	446	401
(+/- %)		12.5	-30.0	-10.0
调整幅度 (%)		-3.8	-3.8	-3.8
杂货船平均运价 (元/吨)				
调整前	302	348	243	207
(+/- %)		15.0	-30.0	-15.0
调整后	302	332	233	198
(+/- %)		10.0	-30.0	-15.0
调整幅度 (%)		-4.3	-4.3	-4.3
营业收入				
调整前	5,325	6,679	5,207	5,511
(+/- %)		25.4	-22.0	5.8
调整后	5,325	6,438	5,020	5,378
(+/- %)		20.9	-22.0	7.1
调整幅度 (%)		-3.6	-3.6	-2.4
净利润				
调整前	1,074	1,563	787	730
(+/- %)		45.6	-49.7	-7.2
调整后	1,074	1,435	675	651
(+/- %)		33.6	-52.9	-3.6
调整幅度 (%)		-8.2	-14.1	-10.8
EPS (元)				
调整前	0.82	1.19	0.60	0.56
(+/- %)		45.6	-49.7	-7.2
调整后	0.82	1.10	0.52	0.50
(+/- %)		33.6	-52.9	-3.6
调整幅度 (%)		-8.2	-14.1	-10.8

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

去程货运价未来存在潜在下滑风险

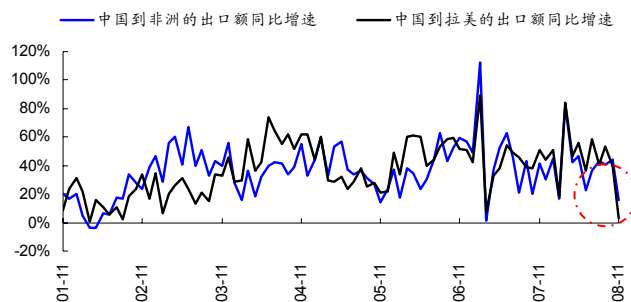
02 年以来, 中国向非洲和拉美等新兴市场的机械出口通常保持 40% 高速增长。不过这一高速增长的势头很可能在 09 年不再出现。

由于中国向该部分地区的出口以机械设备为主, 因此我们以中国向非洲和拉丁美洲的出口总额作为参考, 08 年 11 月份中国向上述两地出口总额同比增速分别 44% 和 40%, 而 12 月则急剧放缓至 16% 和 3% (图 2)。

非洲和拉美对机械设备的需求放缓将对未来的去程货运价造成一定潜在影响。

不过, 由于目前特种船运价由于供求关系相对偏紧, 而且可替代行小, 所以运价尚能保持稳定, 因此我们暂不对未来两年的特种船运价作出调整。

图 2: 中国向非洲和拉美的出口额同比增速



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

维持“审慎推荐”评级不变, 提示高估值风险

考虑公司到公司在未来两年亏损的可能性较小, 维持“审慎推荐”的评级不变。

但是中远航运目前估值则为 09 年 2.2 倍的市净率, 明显高于国际干散货可比公司、国际重吊船可比公司 (Dockwise) 和 A 股航运公司 0.6 倍、0.2 倍和 1.5 倍的市净率水平。在中国向亚非出拉口机械设备的增速明显放缓, 去程货业绩存在潜在风险的情况下, 我们认为目前的估值未全部反映公司业绩的全部风险, 因此我们提示估值过高带来的风险。

表 3: A 股航运公司估值表

国内A股公司	公司股票代码	评级	股价	每股盈利				市盈率				市净率				净资产回报率				股息率 (%)			
				2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007E	2008E	2009E	2010E
中海发展*	600026 CH Equity	审慎推荐	9.28	1.35	1.60	0.87	0.89	6.9	5.8	10.6	10.5	1.9	1.4	1.3	1.2	28.6	24.4	12.1	11.2	3.3	3.8	2.1	2.1
中远航运*	600428 CH Equity	审慎推荐	7.22	0.82	1.10	0.52	0.50	8.8	6.6	14.0	14.5	2.8	2.5	2.2	1.9	32.2	37.6	15.5	13.4	2.8	10.0	1.4	1.4
长航油运*	600087 CH Equity	中性	4.42	0.20	0.37	0.40	0.64	21.9	11.8	11.0	6.9	1.5	1.4	1.2	1.0	7.0	11.4	10.9	14.3	-	-	-	4.4
中国远洋*	601919 CH Equity	中性	8.40	1.87	1.21	(0.99)	(0.26)	4.5	6.9	n.a	n.a	1.9	1.6	2.0	2.1	42.5	22.9	(23.8)	(6.3)	4.2	2.9	-	-
招商轮船*	601872 CH Equity	中性	4.13	0.25	0.52	0.38	0.46	16.7	7.9	10.7	9.1	1.6	1.4	1.3	1.2	9.7	18.3	12.6	13.6	2.6	3.9	2.9	3.4
中海集运*	601866 CH Equity	中性	2.84	0.28	0.01	(0.09)	0.02	10.0	n.a	n.a	n.a	1.0	1.0	1.1	1.1	10.2	0.5	(3.5)	0.8	5.4	0.1	-	0.1
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	4.93	0.34	0.63	0.60	n.a	14.5	7.9	8.2	n.a	2.2	n.a	n.a	n.a	15.6	n.a	n.a	n.a	3.3	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	5.13	0.45	0.77	0.70	n.a	11.3	6.7	7.3	n.a	2.2	n.a	n.a	n.a	21.3	n.a	n.a	n.a	0.6	n.a	n.a	n.a
平均值								11.8	7.7	10.3	10.2	1.9	1.5	1.5	1.4	20.9	19.2	4.0	7.8	3.2	2.3	1.0	1.2
中值								10.6	6.9	10.7	9.8	1.9	1.4	1.3	1.2	18.5	20.6	11.5	12.3	3.3	2.9	-	0.1

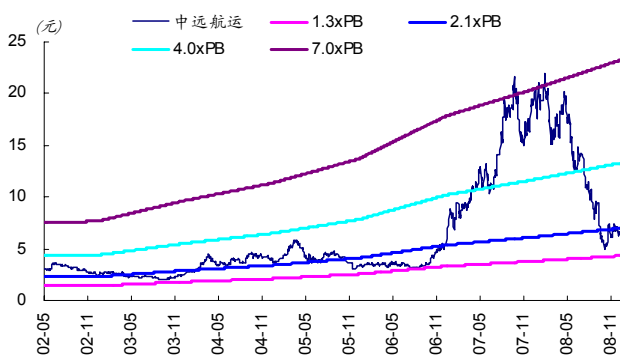
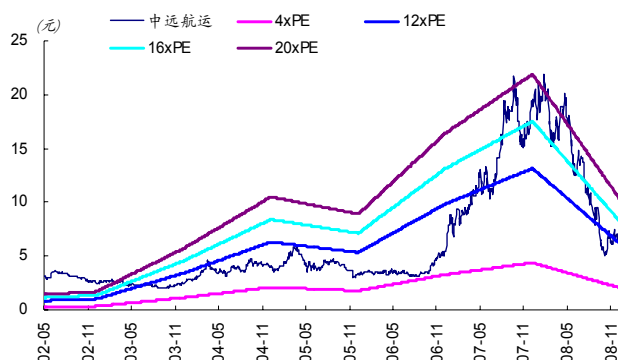
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 4: 国际可比散货公司估值表

千散货	货币	公司股票代码	股价	每股盈利				市盈率				市净率				净资产回报率				股息率 (%)			
				2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007E	2008E	2009E	2010E
DIANA SHIPPING	USD	DSX US Equity	15.04	2.11	2.96	1.77	1.60	7.1	5.1	8.5	9.4	1.4	1.4	1.3	1.2	23.1	27.4	13.9	11.7	13.6	19.1	15.7	9.8
EAGLE BULK SHIPP	USD	EGL US Equity	8.55	1.24	1.67	1.63	1.08	6.9	5.1	5.3	7.9	0.8	0.8	0.7	0.7	12.5	14.5	11.9	6.6	23.2	20.8	19.6	21.4
GENCO SHIPPING	USD	GNK US Equity	19.15	4.08	6.82	5.30	3.78	4.7	2.8	3.6	5.1	0.7	0.7	0.6	0.6	21.9	28.8	17.6	10.9	13.8	18.6	15.4	13.4
DRYSHIPS INC	USD	DRYS US Equity	15.23	13.29	12.77	4.00	4.09	1.1	1.2	3.8	3.7	0.3	0.3	0.3	0.3	64.4	31.6	6.7	5.2	5.3	4.9	4.9	4.1
QUINTANA MARITIME	USD	QMAR US Equity	n.a	0.98	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	12.1	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
EXCEL MARITIME	USD	EXM US Equity	9.03	4.26	6.27	3.63	2.86	2.1	1.4	2.5	3.2	0.3	0.3	0.2	n.a	23.6	32.1	7.1	5.1	6.6	12.7	16.2	15.5
SHIPPING CORP INDIA	INR	SCI IN Equity	83.80	19	n.a	n.a	n.a	4.4	n.a	n.a	n.a	0.6	n.a	n.a	n.a	15.2	n.a	n.a	n.a	6.8	7.0	6.2	5.6
KAWASAKI KISEN	JPY	9107 JP Equity	442.00	131	107	69	62	3.4	4.1	6.4	7.2	0.7	0.7	0.6	0.6	23.7	18.2	11.2	9.0	5.9	5.7	4.2	4.0
PRECIOUS SHIPPIN	THB	PSL TB Equity	11.30	4.01	4.55	2.81	1.42	2.8	2.5	4.0	7.9	0.7	0.7	0.7	0.7	31.9	30.0	18.7	12.1	19.0	21.7	12.4	8.6
PACIFIC BASIN	USD	2343 HK Equity	0.59	0.30	1.57	0.67	0.14	2.0	0.4	0.9	4.2	0.8	0.7	0.7	0.7	69.8	48.1	12.9	3.1	26.0	25.1	6.2	4.9
SINOTRANS SHIPPI	USD	368 HK equity	0.28	0.05	0.08	0.05	0.04	5.5	3.6	5.6	6.5	0.6	0.6	0.6	0.5	13.3	16.4	8.3	5.9	-	8.6	5.7	5.7
平均值								4.0	2.9	4.5	6.1	0.7	0.7	0.6	0.6	28.3	27.4	12.0	7.7	12.0	14.4	10.7	9.3
中值								3.9	2.8	4.0	6.5	0.7	0.7	0.6	0.6	23.1	28.8	11.9	6.6	10.2	15.6	9.3	7.1

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 3: 中远航运历史估值水平



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 5: 收入预测假设

人民币百万	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
整体									
船舶数量 (年底)	28	41	89	90	87	82	80	79	81
船舶数量 (实际)	25	33	53	90	90	91	89	87	88
载重吨 (万吨)	43	59	140	141	137	133	132	137	146
营业收入 (百万元)	549	813	2,030	3,742	3,851	5,325	6,438	5,020	5,378
同比增长 (+/-)	3%	48%	150%	84%	3%	38%	21%	-22%	7%
多用途									
船舶数量 (实际投入)	17	20	31	46	46	53	51	51	51
船舶载重吨 (年底) 万吨	31	44	85	85	87	82	82	82	77
期租水平 (美元/营运天)	3,947	4,429	8,061	10,272	9,413	12,638	14,534	9,883	8,697
同比增长 (+/-)	n.a	12%	82%	27%	-8%	34%	15%	-32%	-12%
单位运价 (人民币/吨)	224	214	289	403	430	566	637	446	401
同比增长 (+/-)	-6%	-4%	35%	39%	7%	32%	13%	-30%	-10%
营业收入 (百万元)	382	504	1,273	2,279	2,317	3,172	3,826	2,678	2,410
同比增长 (+/-)	3%	32%	153%	79%	2%	37%	21%	-30%	-10%
杂货船									
船舶数量 (实际)	3	3	10	30	27	23	23	20	16
船舶载重吨 (年底) 万吨	5	5	38	38	33	31	30	27	20
期租水平 (美元/营运天)	3,291	3,690	5,320	5,506	4,098	6,959	7,864	5,347	4,385
同比增长 (+/-)	n.a	12%	44%	3%	-26%	70%	13%	-32%	-18%
单位运价 (人民币/吨)	139	125	178	236	219	302	332	233	198
同比增长 (+/-)	-17%	-10%	42%	33%	-7%	38%	10%	-30%	-15%
营业收入 (百万元)	70	59	330	845	679	845	1,015	636	391
同比增长 (+/-)	-17%	-15%	459%	156%	-20%	24%	20%	-37%	-39%
重吊船									
船舶数量 (实际)	1	3	4	4	4	4	4	5	10
船舶载重吨 (年底) 万吨	0	7	7	7	7	7	7	15	32
期租水平 (美元/营运天)	n.a	6,932	10,922	14,998	17,361	20,091	21,699	21,699	23,869
同比增长 (+/-)	n.a	0%	58%	37%	16%	16%	8%	0%	10%
单位运价 (人民币/吨)	n.a	490	592	1,002	1,720	2,144	2,251	2,251	2,476
同比增长 (+/-)	n.a	0%	21%	69%	72%	25%	5%	0%	10%
营业收入 (百万元)	n.a	82	135	180	229	257	303	364	989
同比增长 (+/-)	n.a	0%	64%	34%	27%	12%	18%	20%	172%
滚装船									
船舶数量 (实际)	2	3	3	3	4	3	3	3	3
船舶载重吨 (年底) 万吨	4	4	4	4	5	4	4	4	4
期租水平 (美元/营运天)	3,852	4,245	5,107	4,614	7,216	7,999	8,959	7,883	6,937
同比增长 (+/-)	n.a	10%	20%	-10%	56%	11%	12%	-12%	-12%
单位运价 (人民币/吨)	285	261	374	300	515	418	460	414	372
同比增长 (+/-)	36%	-8%	43%	-20%	72%	-19%	10%	-10%	-10%
营业收入 (百万元)	43	48	68	57	112	161	276	249	224
同比增长 (+/-)	69%	13%	40%	-16%	98%	44%	71%	-10%	-10%
半潜船									
船舶数量 (实际)	2	3	3	3	3	3	3	3	3
船舶载重吨 (年底) 万吨	4	5	5	5	5	5	5	5	10
期租水平 (美元/营运天)	6,556	7,179	11,778	20,283	30,397	26,815	29,496	31,856	35,679
同比增长 (+/-)	n.a	10%	64%	72%	50%	-12%	10%	8%	12%
单位运价 (人民币/吨)	1,012	1,226	2,369	4,695	3,328	3,729	4,008	4,209	4,630
同比增长 (+/-)	-27%	21%	93%	98%	-29%	12%	8%	5%	10%
营业收入 (百万元)	55	94	182	274	317	345	360	378	551
同比增长 (+/-)	-2%	72%	93%	51%	16%	9%	5%	5%	46%
汽车船									
船舶数量 (实际)	n.a	2	2	4	6	6	5	5	5
船舶载重吨 (年底) 万吨	n.a	1	1	3	4	4	4	4	4
期租水平 (美元/营运天)	n.a	3,878	4,057	7,155	7,935	7,804	9,053	10,139	11,153
同比增长 (+/-)	n.a	n.a	5%	76%	11%	-2%	16%	12%	10%
单位运价 (人民币/吨)	n.a	1,453	1,611	1,944	2,821	3,250	4,550	4,778	5,255
同比增长 (+/-)	n.a	n.a	11%	21%	45%	15%	40%	5%	10%
营业收入 (百万元)	n.a	26	42	107	193	458	570	628	726
同比增长 (+/-)	n.a	n.a	65%	154%	80%	137%	24%	10%	16%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 6：成本预测假设

(百万元人民币)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总成本	2,497	2,771	3,622	4,374	4,068	4,486
增长率	89%	11%	31%	21%	-7%	10%
航次成本	1,362	1,563	2,081	2,589	2,130	2,373
增长率	89%	15%	33%	24%	-18%	11%
燃油费用	680	922	1,174	1,619	1,080	1,152
增长率	118%	36%	27%	38%	-33%	7%
船舶使费	682	641	907	970	1,050	1,221
增长率	68%	-6%	41%	7%	8%	16%
运营成本	910	941	1,398	1,645	1,795	1,931
增长率	98%	3%	49%	18%	9%	8%
船员费用	275	401	412	541	596	663
增长率	77%	46%	3%	31%	10%	11%
船舶租赁	275	224	419	461	507	507
增长率	128%	-19%	87%	10%	10%	0%
修理费	304	316	385	431	458	500
增长率	351%	4%	22%	12%	6%	9%
其他成本	56	1	182	213	234	261
增长率	-52%	-99%	21815%	17%	10%	11%
船舶折旧	229	268	140	140	143	182
增长率	63%	17%	-48%	0%	3%	27%
营业毛利	1,188	1,018	1,624	1,968	877	811
毛利率	32%	26%	30%	31%	17%	15%
增长率	74%	-14%	59%	21%	-55%	-7%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 7: 预测财务报表

	2005	2006	2007	2008 E	2009 E	2010 E
损益表 (百万元)						
营业收入	3,742	3,851	5,325	6,438	5,020	5,378
(+/-)	84%	3%	38%	21%	-22%	7%
多用途船	2,279	2,317	3,172	3,826	2,678	2,410
(+/-)	79%	2%	37%	21%	-30%	-10%
杂货船	845	679	845	1,015	636	391
(+/-)	156%	-20%	24%	20%	-37%	-39%
其他船型	618	854	1,308	1,597	1,706	2,577
(+/-)	45%	38%	53%	22%	7%	51%
营业毛利	1,188	1,018	1,624	1,968	877	811
(+/-)	74%	-14%	59%	21%	-55%	-7%
减: 管理费用	-141	-186	-202	-220	-239	-260
财务费用	-12	-34	-45	4	17	17
营业利润	1,035	784	1,357	1,731	647	559
(+/-)	78%	-24%	73%	28%	-63%	-14%
利润总额	1,035	842	1,470	1,749	718	630
(+/-)	78%	-19%	75%	19%	-59%	-12%
减: 所得税	344	249	379	282	30	-32
少数股东权益	6	10	17	32	13	12
净利润	685	583	1,074	1,435	675	651
(+/-)	83%	-15%	84%	34%	-53%	-4%
摊薄每股盈利	0.52	0.44	0.82	1.10	0.52	0.50
(+/-)	83%	-15%	84%	34%	-53%	-4%
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流量净额	1,060	742	1,305	1,623	1,091	1,315
投资活动现金流量净额	-816	-225	-729	-599	-1,376	-1,376
筹资活动现金流量净额	-211	-251	-387	-271	-206	-113
净现金流入 (出)	34	248	130	743	-501	-183
资产负债表 (百万元)						
流动资产	910	1,289	1,457	2,201	1,622	1,459
总资产	3,821	4,188	5,004	6,137	6,533	7,141
流动负债	1,029	1,043	1,075	1,189	1,041	1,127
总负债	1,656	1,571	1,595	2,213	2,065	2,152
少数股东权益	43	54	71	103	116	128
净资产	2,165	2,617	3,409	3,924	4,467	4,990
负债及所有者权益	3,821	4,188	5,004	6,137	6,533	7,141
摊薄每股净资产	1.6	2.0	2.5	2.9	3.3	3.7
财务比率						
增长						
收入	84%	3%	38%	21%	-22%	7%
息税前利润	77%	-22%	72%	23%	-64%	-14%
税前利润	76%	-19%	75%	18%	-59%	-12%
净利润	83%	-15%	84%	34%	-53%	-4%
摊薄每股盈利	83%	-15%	84%	34%	-53%	-4%
利润率						
毛利率	32%	26%	30%	31%	17%	15%
息税前利润率	28%	21%	26%	27%	13%	10%
税前利润率	28%	22%	28%	27%	14%	12%
净利润率	18%	15%	20%	22%	13%	12%
资产周转比率						
总资产周转率	98%	92%	106%	105%	77%	75%
固定资产周转率	130%	135%	152%	165%	103%	95%
流动性比率						
现金比率	0.5	0.8	0.9	1.4	1.1	0.9
流动比率	0.9	1.2	1.4	1.9	1.6	1.3
杠杆比率						
净债务权益比率	6%	-8%	-14%	-41%	-26%	-20%
资产负债率	44%	39%	33%	38%	33%	32%
息税前利润/净财务费用	83.9X	24.3X	30.9X	-489.5X	-37.5X	-31.2X
杜邦分析						
净利润率	18%	15%	20%	22%	13%	12%
资产周转率	98%	92%	106%	105%	77%	75%
资产/股东权益	1.8	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5
净资产回报率	32%	23%	32%	38%	16%	13%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。