

2009 年 4 月 29 日

# 东方航空

## 1 季度小幅盈利

**A**
**持有**

600115.SS - 人民币 4.55

目标价格: 人民币 4.52 (▼5.22)

**H**
**买入**

0670.HK - 港币 1.23

目标价格: 港币 1.54 (▼1.83)

**李攀\***

 (8610) 6622 9073  
 pan.li@bocigroup.com

### 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(%)     | 10   | (23) | (3)  | (56)  |
| 相对新华富时    | (20) | (23) | (21) | (17)  |
| 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)          | 4,867 |
| 流通股 (%)            | 8     |
| 流通股市值 (人民币 百万)     | 1,803 |
| 3 个月日均交易额 (人民币 百万) | 109   |
| 净负债比率 (%)          | 净现金   |
| 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

\* 杜建平为本报告重要贡献者

09 年 1 季度, 东方航空的收入同比下滑 15.68%, 但是与此同时经营费用同比下滑 12.84%, 因而净利润同比减少 80.98% 至 4,000 万人民币。公司的 1 季度业绩超出了我们先前的预期。我们将 09-11 年 A 股每股收益预测分别从 -0.08 元、0.06 元和 0.12 元人民币上调至 0.127 元、0.146 元和 0.24 元人民币; 我们将 H 股每股收益预测分别从 -0.091 元、0.04 元和 0.109 元人民币上调至 0.113 元、0.137 元和 0.225 元人民币。我们对 A 股维持**持有**评级, 对 H 股维持**买入**评级, 但是将目标价格分别调低至 4.45 人民币和 1.54 港币。

### 支撑评级的要点

- 由于 1 季度国内航空客运强劲反弹和航油价格较低 (预计 2 季度将进一步降低 460 人民币/吨), 我们认为东航将在航空运输旺季到来之时受益。
- 公司将需要寻求更多的股东资产注入和/或债务重组机会。
- 预计公司将迎来重组和/或整合。

### 评级面临的风险因素

- 我们将密切关注猪流感疫情, 因为这可能会对航空运输产生短期的负面影响。
- 如果石油价格大幅上涨, 那么即使航空需求旺盛, 航空公司的盈利也将受到冲击。

### 估值

- 目前 A 股和 H 股估值分别为 35.8 倍和 9.6 倍 09 年预期市盈率。我们对 A 股和 H 股分别维持**持有**和**买入**评级, 但是将目标价格下调至 4.45 人民币和 1.54 港币, 分别相当于 12 倍和 35 倍的 09 年预期市盈率。

### 投资摘要 (A 股)

| 年结日: 12 月 31 日   | 2007    | 2008      | 2009E   | 2010E  | 2011E  |
|------------------|---------|-----------|---------|--------|--------|
| 销售收入 (人民币 百万)    | 43,021  | 41,745    | 40,208  | 45,916 | 52,031 |
| 变动 (%)           | 13      | (3)       | (4)     | 14     | 13     |
| 净利润 (人民币 百万)     | 358     | (15,269)  | 711     | 864    | 1,417  |
| 全面摊薄每股收益 (人民币)   | 0.074   | (3.137)   | 0.113   | 0.137  | 0.225  |
| 变动 (%)           | (110.8) | (4,365.1) | (103.6) | 21.5   | 64.1   |
| 市场预测每股收益         | -       | -         | (0.135) | 0.000  | 0.025  |
| 先前预测摊薄每股收益 (人民币) | -       | -         | (0.091) | 0.042  | 0.109  |
| 变动 (%)           | -       | -         | (223.4) | 229.6  | 105.9  |
| 核心每股收益 (人民币)     | 0.074   | (3.137)   | 0.113   | 0.137  | 0.225  |
| 变动 (%)           | (110.8) | (4,365.1) | (103.6) | 21.5   | 64.1   |
| 全面摊薄市盈率 (倍)      | 14.7    | 0.0       | 9.6     | 7.9    | 4.8    |
| 核心市盈率 (倍)        | 14.7    | 0.0       | 9.6     | 7.9    | 4.8    |
| 每股现金流量 (人民币)     | 0.55    | (0.73)    | 0.16    | 1.17   | 1.22   |
| 价格/每股现金流量 (倍)    | 2.0     | (1.5)     | 6.7     | 0.9    | 0.9    |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍)  | 10.1    | (5.6)     | 7.4     | 7.1    | 6.5    |
| 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;, 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(%)            | 5    | 3    | 21   | (62)  |
| 相对恒生中国内地综合指数 (%) | 3    | 4    | 2    | (19)  |

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)         | 4,867 |
| 流通股 (%)           | 32    |
| 流通股市值 (港币 百万)     | 1,928 |
| 3 个月日均交易额 (港币 百万) | 24    |
| 净负债比率 (%)         | 净现金   |

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    | 2007    | 2008      | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|------------------|---------|-----------|---------|---------|---------|
| 销售收入 (人民币 百万)    | 43,541  | 41,842    | 39,594  | 46,354  | 52,656  |
| 变动(%)            | 14      | (4)       | (5)     | 17      | 14      |
| 净利润 (人民币 百万)     | 604     | (13,928)  | 801     | 922     | 1,506   |
| 全面摊薄每股收益 (人民币)   | 0.124   | (2.862)   | 0.127   | 0.146   | 0.239   |
| 变动(%)            | (120.2) | (2,406.1) | (104.4) | 15.1    | 63.3    |
| 核心每股收益 (人民币)     | (0.124) | (3.216)   | (0.305) | (0.030) | 0.064   |
| 变动(%)            | (85.8)  | 2,485.7   | (90.5)  | (90.2)  | (314.2) |
| 全面摊薄市盈率 (倍)      | 36.7    | N/M       | 35.8    | 31.1    | 19.0    |
| 核心市盈率 (倍)        | N/M     | N/M       | N/M     | N/M     | 71.3    |
| 每股现金流量 (人民币)     | 1.01    | 0.28      | (0.22)  | 1.50    | 1.53    |
| 价格/每股现金流量 (倍)    | 4.5     | 16.0      | (20.3)  | 3.0     | 3.0     |
| 企业价值/息税折旧前利润 (倍) | 15.2    | (52.3)    | 17.6    | 11.1    | 10.6    |
| 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

**1 季度公司实现小幅盈利。**09 年 1 季度，东方航空的收入同比下滑 15.68%，与此同时经营费用同比下滑 12.84%，因而净利润同比减少 80.98%至 4,000 万人民币。虽然净利率仅为 0.45%，但是这是公司连续 3 个季度亏损后首次实现盈利。

**汇兑受益大幅减少，非经营收入明显增加。**与上年同期相比，09 年 1 季度公司的汇兑收益减少了 11.9 亿人民币，因此上年同期经营利润为 1.4 亿人民币，而本期经营亏损为 8.5 亿人民币。政府返还民航发展基金对公司的盈利产生了重要的影响。我们预计返还的数额约为 8 亿人民币。每股非经常性亏损为 0.26 人民币。

## 09 年 1 季度业绩摘要(A 股)

| (人民币 百万)    | 08 年 1 季度 | 09 年 1 季度 | 同比变动(%)  |
|-------------|-----------|-----------|----------|
| 收入          | 10,609    | 8,946     | (15.68)  |
| 经营费用        | (9,665)   | (8,423)   | (12.84)  |
| 税金及其附加      | (264)     | (219)     | (16.91)  |
| 销售和营销       | (601)     | (595)     | (1.01)   |
| 一般和管理费用     | (478)     | (305)     | (36.17)  |
| 财务成本        | 643       | (684)     | (206.49) |
| 资产减值损失      | (34)      | (5)       | (85.49)  |
| 公允价值收益      | (92)      | 422       | (560.79) |
| 投资收入        | 21        | 14        | (33.90)  |
| 经营利润        | 140       | (850)     | (707.97) |
| 非经营收入       | 90        | 877       | 871.77   |
| 非经营费用       | (4)       | (3)       | (34.18)  |
| 税前利润        | 226       | 24        | (89.40)  |
| 税金          | (20)      | (13)      | (36.60)  |
| 税后利润        | 206       | 11        | (94.46)  |
| 少数股东权益      | (5)       | (29)      | 490.35   |
| 净利润         | 211       | 40        | (80.98)  |
| 基础每股收益(人民币) | 0.04      | 0.008     | (80.00)  |

## 主要比率(%)

|           |      |        |
|-----------|------|--------|
| 经营利润率     | 1.32 | (9.51) |
| 净利率       | 1.99 | 0.45   |
| 净资产收益率(%) | 7.13 | n.a.   |

资料来源：公司数据

**依然需要外部支持。**截至 09 年 1 季度末，股东权益为 -115.5 亿人民币，政府已经批准的 70 亿人民币资产注入计划尚不足以覆盖公司的资产亏空，同时 09 年的收入也无法弥补余下的亏损。因此，我们认为公司将向股东寻求更多的资产注入和/或债务重组机会。同时公司也有重组和整合题材。

估值。公司的 1 季度业绩超出了我们先前的预期。我们将 09-11 年 A 股每股收益预测分别从-0.101 人民币、0.014 人民币和 0.076 人民币上调至 0.127 人民币、0.146 人民币和 0.24 人民币；我们将 H 股每股收益预测分别从-0.091 人民币、0.04 人民币和 0.109 人民币上调至 0.113 人民币、0.137 人民币和 0.225 人民币。目前 A 股和 H 股估值分别为 35.8 倍和 9.6 倍 09 年预期市盈率。我们对 A 股和 H 股分别维持**持有**和**买入**评级，但是将目标价格下调至 4.45 人民币和 1.54 港币，相当于 35 倍和 12 倍的 09 年预期市盈率。

### 损益表 — A 股 (人民币 百万)

| 年结日：12月31日   | 2007     | 2008     | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入         | 43,541   | 41,842   | 39,594   | 46,354   | 52,656   |
| 销售成本         | (37,650) | (43,076) | (34,414) | (38,200) | (43,335) |
| 经营费用         | (1,398)  | (227)    | (169)    | (155)    | (879)    |
| 经营利润(息税前利润)  | (43)     | (6,172)  | (165)    | 2,824    | 3,266    |
| 折旧及摊销        | (4,537)  | (4,711)  | (5,176)  | (5,176)  | (5,176)  |
| 息税折旧前利润      | 4,494    | (1,460)  | 5,011    | 8,000    | 8,442    |
| 净利息收入/(费用)   | (1,917)  | (2,328)  | (1,749)  | (2,232)  | (1,879)  |
| 其他收益/(损失)    | 2,685    | (5,485)  | 2,930    | 620      | 620      |
| 税前利润         | 725      | (13,985) | 1,016    | 1,212    | 2,007    |
| 所得税          | (97)     | (61)     | (185)    | (254)    | (442)    |
| 少数股东权益       | (24)     | 118      | (30)     | (36)     | (59)     |
| 净利润          | 604      | (13,928) | 801      | 922      | 1,506    |
| 核心净利润        | (605)    | (15,650) | (1,925)  | (188)    | 402      |
| 每股收益(人民币)    | 0.124    | (2.862)  | 0.127    | 0.146    | 0.239    |
| 核心每股收益(人民币)  | (0.124)  | (3.216)  | (0.305)  | (0.030)  | 0.064    |
| 每股股息(人民币)    | 0.000    | 0.000    | 0.000    | 0.000    | 0.000    |
| 收入增长(%)      | 14       | (4)      | (5)      | 17       | 14       |
| 息税前利润增长(%)   | (98)     | 14,103   | (97)     | (1,811)  | 16       |
| 息税折旧前利润增长(%) | 99       | (132)    | (443)    | 60       | 6        |
| 每股收益增长(%)    | (120)    | (2,406)  | (104)    | 15       | 63       |
| 核心每股收益增长(%)  | (86)     | 2,486    | (91)     | (90)     | (314)    |

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      | 2007    | 2008     | 2009E    | 2010E    | 2011E   |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|---------|
| 现金及现金等价物        | 1,655   | 3,451    | 1,554    | 3,118    | 4,697   |
| 应收帐款            | 4,225   | 3,288    | 4,322    | 5,058    | 5,743   |
| 库存              | 1,118   | 871      | 1,188    | 1,391    | 1,580   |
| 其他流动资产          | 2,693   | 2,791    | 2,316    | 2,316    | 2,316   |
| 流动资产总计          | 9,690   | 10,401   | 9,381    | 11,883   | 14,336  |
| 固定资产            | 45,932  | 51,827   | 53,191   | 54,555   | 55,919  |
| 无形资产            | 1,599   | 1,530    | 1,480    | 1,430    | 1,380   |
| 其他长期资产          | 9,283   | 9,426    | 11,195   | 12,995   | 14,795  |
| 长期资产总计          | 56,814  | 62,783   | 65,866   | 68,980   | 72,094  |
| 总资产             | 66,504  | 73,184   | 75,247   | 80,863   | 86,430  |
| 应付帐款            | 14,511  | 18,661   | 11,799   | 13,814   | 15,692  |
| 短期债务            | 21,303  | 28,775   | 30,198   | 30,198   | 29,698  |
| 其他流动负债          | 42      | 6,642    | 6,456    | 6,456    | 6,456   |
| 流动负债总计          | 35,855  | 54,077   | 48,453   | 50,468   | 51,845  |
| 长期借款            | 26,975  | 29,742   | 31,414   | 34,057   | 36,681  |
| 其他长期负债          | 451     | 431      | 52       | 52       | 52      |
| 股本              | 4,867   | 4,867    | 6,304    | 6,304    | 6,304   |
| 储备              | (2,349) | (16,466) | (11,540) | (10,617) | (9,111) |
| 股东权益            | 2,518   | (11,599) | (5,235)  | (4,313)  | (2,807) |
| 少数股东权益          | 705     | 534      | 564      | 600      | 659     |
| 总负债及权益          | 66,504  | 73,184   | 75,247   | 80,863   | 86,430  |
| 每股帐面价值(人民币)     | 0.52    | (2.38)   | (0.83)   | (0.68)   | (0.45)  |
| 每股有形资产(人民币)     | 0.19    | (2.70)   | (1.07)   | (0.91)   | (0.66)  |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 9.58    | 11.31    | 9.53     | 9.70     | 9.78    |

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 | 2007    | 2008     | 2009E    | 2010E   | 2011E   |
|------------|---------|----------|----------|---------|---------|
| 税前利润       | 725     | (13,985) | 1,016    | 1,212   | 2,007   |
| 折旧与摊销      | (4,537) | (4,711)  | (5,176)  | (5,176) | (5,176) |
| 净利息费用      | 1,917   | 2,328    | 1,749    | 2,232   | 1,879   |
| 营运资本变动     | (43)    | 2,437    | (8,212)  | 1,076   | 1,004   |
| 税金支付       | (97)    | (61)     | (185)    | (254)   | (442)   |
| 其它经营现金流    | 4,516   | 12,723   | 4,220    | 5,176   | 5,176   |
| 经营活动产生的现金流 | 4,935   | 1,383    | (1,413)  | 9,442   | 9,625   |
| 购买固定资产净值   | (2,265) | (2,524)  | (8,290)  | (8,290) | (8,290) |
| 投资减少/增加    | (22)    | 1,472    | 0        | 9       | 2       |
| 其他投资现金流    | 530     | (668)    | (2,138)  | 0       | 0       |
| 投资活动产生的现金流 | (1,756) | (1,720)  | (10,428) | (8,281) | (8,288) |
| 净增权益       | 0       | 0        | 5,563    | 0       | 0       |
| 净增债务       | 2,842   | 6,242    | 4,838    | 0       | (500)   |
| 支付股息       | 0       | 0        | 0        | 0       | 0       |
| 其他融资现金流    | (6,337) | (4,066)  | (456)    | 402     | 743     |
| 融资活动产生的现金流 | (3,495) | 2,176    | 9,944    | 402     | 243     |
| 现金变动       | (316)   | 1,839    | (1,897)  | 1,563   | 1,580   |
| 期初现金       | 1,987   | 1,655    | 3,451    | 1,554   | 3,118   |
| 公司自由现金流    | 3,179   | (337)    | (11,841) | 1,161   | 1,337   |
| 权益自由现金流    | 3,734   | 3,110    | (8,752)  | (1,071) | (1,042) |

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   | 2007    | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力(%)      |         |        |        |        |        |
| 息税折旧前利润率     | 10.3    | (3.5)  | 12.7   | 17.3   | 16.0   |
| 息税前利润率       | (0.1)   | (14.7) | (0.4)  | 6.1    | 6.2    |
| 税前利润率        | 1.7     | (33.4) | 2.6    | 2.6    | 3.8    |
| 净利率          | 1.4     | (33.3) | 2.0    | 2.0    | 2.9    |
| 流动性(倍)       |         |        |        |        |        |
| 流动比率         | 0.3     | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.3    |
| 利息覆盖率        | 0.0     | (2.6)  | (0.1)  | 1.2    | 1.6    |
| 净权益负债率(%)    | 1,446.6 | 净现金    | 净现金    | 净现金    | 净现金    |
| 速动比率         | 0.2     | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
| 估值(倍)        |         |        |        |        |        |
| 市盈率          | 36.7    | N/M    | 35.8   | 31.1   | 19.0   |
| 核心业务市盈率      | N/M     | N/M    | N/M    | N/M    | 71.3   |
| 目标价对应核心业务市盈率 | 36.4    | N/M    | 35.6   | 30.9   | 18.9   |
| 市净率          | 8.8     | (1.9)  | (5.5)  | (6.7)  | (10.2) |
| 价格/现金流       | 4.5     | 16.0   | (20.3) | 3.0    | 3.0    |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 15.2    | (52.3) | 17.6   | 11.1   | 10.6   |
| 周转率          |         |        |        |        |        |
| 存货周转天数       | 11.1    | 8.4    | 10.9   | 12.3   | 12.5   |
| 应收帐款周转天数     | 34.3    | 32.8   | 35.1   | 36.9   | 37.4   |
| 应付帐款周转天数     | 121.6   | 144.7  | 140.4  | 100.8  | 102.3  |
| 回报率(%)       |         |        |        |        |        |
| 股息支付率        | 0.0     | n.a.   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 净资产收益率       | 24.9    | 306.7  | (9.5)  | (19.3) | (42.3) |
| 资产收益率        | (0.1)   | (8.8)  | (0.2)  | 2.9    | 3.0    |
| 已运用资本收益率     | 0.1     | (12.3) | 0.1    | 5.0    | 5.5    |

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   | 2007     | 2008     | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入         | 43,021   | 41,745   | 40,208   | 45,916   | 52,031   |
| 销售成本         | (37,255) | (51,209) | (32,392) | (36,758) | (41,229) |
| 经营费用         | (840)    | (418)    | 114      | (755)    | (1,560)  |
| 经营利润(息税前利润)  | 128      | (15,083) | 2,729    | 3,202    | 4,042    |
| 折旧及摊销        | (4,799)  | (5,201)  | (5,201)  | (5,201)  | (5,201)  |
| 息税折旧前利润      | 4,927    | (9,883)  | 7,930    | 8,403    | 9,242    |
| 净利息收入/(费用)   | (1,882)  | (2,239)  | (1,803)  | (2,049)  | (2,124)  |
| 其他收益/(损失)    | 2,111    | 2,066    | 0        | 0        | 0        |
| 税前利润         | 357      | (15,256) | 926      | 1,154    | 1,917    |
| 所得税          | (24)     | (74)     | (185)    | (254)    | (441)    |
| 少数股东权益       | 24       | 61       | (30)     | (36)     | (59)     |
| 净利润          | 358      | (15,269) | 711      | 864      | 1,417    |
| 核心净利润        | 358      | (15,269) | 711      | 864      | 1,417    |
| 每股收益(人民币)    | 0.074    | (3.137)  | 0.113    | 0.137    | 0.225    |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.074    | (3.137)  | 0.113    | 0.137    | 0.225    |
| 每股股息(人民币)    | 0.000    | 0.000    | 0.000    | 0.000    | 0.000    |
| 收入增长(%)      | 13       | (3)      | (4)      | 14       | 13       |
| 息税前利润增长(%)   | (104)    | (11,918) | (118)    | 17       | 26       |
| 息税折旧前利润增长(%) | 209      | (301)    | (180)    | 6        | 10       |
| 每股收益增长(%)    | (111)    | (4,365)  | (104)    | 22       | 64       |
| 核心每股收益增长(%)  | (111)    | (4,365)  | (104)    | 22       | 64       |

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 | 2007    | 2008     | 2009E    | 2010E   | 2011E   |
|------------|---------|----------|----------|---------|---------|
| 税前利润       | 357     | (15,256) | 926      | 1,154   | 1,917   |
| 折旧及摊销      | (4,799) | (5,201)  | (5,201)  | (5,201) | (5,201) |
| 净利息费用      | 1,882   | 2,239    | 1,803    | 2,049   | 2,124   |
| 运营资本变动     | (980)   | 8,621    | (4,690)  | 1,342   | 1,192   |
| 税金         | (63)    | (74)     | (185)    | (254)   | (441)   |
| 其他经营现金流    | 3,522   | 2,873    | 3,168    | 3,056   | 2,927   |
| 经营活动产生的现金流 | 2,695   | (3,570)  | 1,022    | 7,347   | 7,720   |
| 购买固定资产净值   | (5,329) | (5,690)  | (5,690)  | (5,690) | (5,690) |
| 投资减少/增加    | 3,454   | 1,222    | (1,372)  | (313)   | (290)   |
| 其他投资现金流    | 119     | 89       | 229      | 96      | 149     |
| 投资活动产生的现金流 | (1,756) | (4,379)  | (6,833)  | (5,907) | (5,831) |
| 净增权益       | 0       | 0        | 6,332    | 0       | 0       |
| 净增债务       | (1,988) | 9,001    | (6,231)  | (273)   | 452     |
| 支付股息       | (46)    | 0        | 0        | 0       | 0       |
| 其他融资现金流    | 780     | 1,972    | 2,994    | 0       | 0       |
| 融资活动产生的现金流 | (1,254) | 10,974   | 3,096    | (273)   | 452     |
| 现金变动       | (316)   | 3,025    | (2,715)  | 1,167   | 2,341   |
| 期初现金       | 1,987   | 1,655    | 4,680    | 1,964   | 3,048   |
| 公司自由现金流    | 939     | (7,949)  | (5,811)  | 1,440   | 1,889   |
| 权益自由现金流    | (1,049) | 1,052    | (12,042) | 1,167   | 2,341   |

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      | 2007    | 2008     | 2009E    | 2010E    | 2011E   |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|---------|
| 现金及现金等价物        | 1,655   | 4,680    | 1,964    | 3,048    | 5,294   |
| 应收帐款            | 4,717   | 5,481    | 4,352    | 5,090    | 5,775   |
| 库存              | 1,125   | 871      | 1,217    | 1,292    | 1,414   |
| 其他流动资产          | 2,295   | 597      | 2,066    | 2,395    | 2,701   |
| 流动资产总计          | 9,792   | 11,629   | 9,599    | 11,825   | 15,184  |
| 固定资产            | 47,270  | 52,678   | 51,076   | 52,840   | 54,604  |
| 无形资产            | 1,245   | 165      | 115      | 65       | 15      |
| 其他长期资产          | 9,434   | 9,808    | 11,184   | 12,559   | 13,934  |
| 长期资产总计          | 57,949  | 62,652   | 62,375   | 65,464   | 68,553  |
| 总资产             | 67,741  | 74,281   | 71,974   | 77,289   | 83,737  |
| 应付帐款            | 14,703  | 18,972   | 12,862   | 14,134   | 16,036  |
| 短期债务            | 21,040  | 28,430   | 24,456   | 24,786   | 25,091  |
| 其他流动负债          | 147     | 6,456    | 6,553    | 6,570    | 6,585   |
| 流动负债总计          | 35,890  | 53,858   | 43,871   | 45,489   | 47,712  |
| 长期借款            | 25,276  | 27,480   | 29,859   | 32,239   | 34,618  |
| 其他长期负债          | 3,642   | 4,353    | 2,953    | 3,454    | 3,919   |
| 股本              | 4,867   | 4,867    | 6,304    | 6,304    | 6,304   |
| 储备              | (2,506) | (16,736) | (11,502) | (10,721) | (9,399) |
| 股东权益            | 2,361   | (11,869) | (5,197)  | (4,417)  | (3,095) |
| 少数股东权益          | 572     | 458      | 488      | 524      | 583     |
| 总负债及权益          | 67,741  | 74,281   | 71,974   | 77,289   | 83,737  |
| 每股帐面价值(人民币)     | 0.49    | (2.44)   | (0.82)   | (0.70)   | (0.49)  |
| 每股有形资产(人民币)     | 0.23    | (2.47)   | (0.84)   | (0.71)   | (0.49)  |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 9.18    | 10.53    | 8.30     | 8.56     | 8.63    |

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   | 2007    | 2008   | 2009E | 2010E  | 2011E  |
|--------------|---------|--------|-------|--------|--------|
| 盈利能力(%)      |         |        |       |        |        |
| 息税折旧前利润率     | 11.5    | (23.7) | 19.7  | 18.3   | 17.8   |
| 息税前利润率       | 0.3     | (36.1) | 6.8   | 7.0    | 7.8    |
| 税前利润率        | 0.8     | (36.5) | 2.3   | 2.5    | 3.7    |
| 净利率          | 0.8     | (36.6) | 1.8   | 1.9    | 2.7    |
| 流动性(倍)       |         |        |       |        |        |
| 流动比率         | 0.3     | 0.2    | 0.2   | 0.3    | 0.3    |
| 利息覆盖率        | 0.1     | (6.5)  | 1.3   | 1.5    | 1.8    |
| 净权益负债率(%)    | 1,522.9 | 净现金    | 净现金   | 净现金    | 净现金    |
| 速动比率         | 0.2     | 0.2    | 0.2   | 0.2    | 0.3    |
| 估值(倍)        |         |        |       |        |        |
| 市盈率          | 14.7    | 0.0    | 9.6   | 7.9    | 4.8    |
| 核心业务市盈率      | 14.7    | 0.0    | 9.6   | 7.9    | 4.8    |
| 目标价对应核心业务市盈率 | 18.4    | 0.0    | 12.0  | 9.9    | 6.0    |
| 市净率          | 2.2     | (0.4)  | (1.3) | (1.5)  | (2.2)  |
| 价格/现金流       | 2.0     | (1.5)  | 6.7   | 0.9    | 0.9    |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 10.1    | (5.6)  | 7.4   | 7.1    | 6.5    |
| 周转率          |         |        |       |        |        |
| 存货周转天数       | 11.4    | 7.1    | 11.8  | 12.5   | 12.0   |
| 应收帐款周转天数     | 40.5    | 44.6   | 44.6  | 37.5   | 38.1   |
| 应付帐款周转天数     | 123.5   | 147.2  | 144.5 | 107.3  | 105.8  |
| 回报率(%)       |         |        |       |        |        |
| 股息支付率        | 0.0     | n.a.   | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 净资产收益率       | 13.8    | 321.2  | (8.3) | (18.0) | (37.7) |
| 资产收益率        | 0.2     | (21.2) | 3.0   | 3.3    | 3.9    |
| 已运用资本收益率     | 0.5     | (32.0) | 6.3   | 6.4    | 7.6    |

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 2009 年 4 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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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 Advisors 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 2009 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