

方正证券研究中心

交通运输行业分析师：李莹莹

电话：(8610)68584856

电邮：liyingying@foundersec.com

联系人：傅敏

电话：(86731)85832274

电邮：fumin@foundersec.com

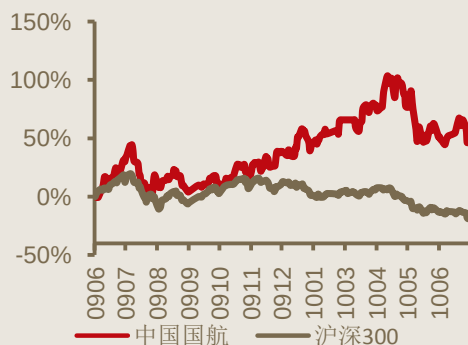
市场数据

总市值（亿元）	1259.44
总股本（亿股）	122.51
流通股本（亿股）	78.46
12个月最高/最低（元）	14.68/6.86
主要股东	中国航空集团公司

主要财务指标

（亿元）	2009	2010E	2011E
营业收入	511.0	655.3	739.0
增长率	-3.5%	28.3%	12.8%
净利润	50.3	69.3	77.0
增长率	-155.0%	37.7%	11.2%
EPS（元）	0.41	0.57	0.63
ROE	21.0%	23.5%	21.6%
P/E	25.0	18.2	16.4
P/B	5.3	4.3	3.5

公司相对沪深 300 指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

行业景气上升 王者终将归来

中国国航(601111)调研报告

公司研究·调研报告

2010.6.30 买入

当前股价 10.28

交通运输-航空运输

投资要点

※ 供需缺口提升盈利能力，公司客公里收入提高 10%以上

1-5 月国航 RPK、RFTK 分别同比增长 17.5%、43.7%。在国际经济缓慢复苏和国内经济快速增长的背景下，中国航空需求不断上升，2010 年预计 15%以上，而运力供给不到 13%，供需缺口将提高客座率和票价水平。国航一直以来都奉行“稳健发展，追求效益最大化”的发展思路，运力投放在三大航中最为谨慎。2010-2012 年交付运力分别为 36 架、33 架、30 架，运力增速在 13.7%、11.1%、9.1%左右。通过对供求关系的良好控制能力，国航 1-5 月的客公里收益水平估计在 0.62 元左右，同比上升 10%以上，全年的收益水平也将大幅提升。

※ 国内网络趋于完善，国际网络优势明显

公司国际航线 RTK 占比 50%左右，国内国际业务发展最为均衡。国航在北京航线有较高的价格主导权，票价水平领先其他航空公司，而北京航线为公司贡献了 70%左右的客运收入。在上海的市场份额虽不大，但其在国际航线数量上占绝对优势。成都的大西南枢纽市场份额 39%以上。控股深航后，其在深圳的市场份额上升至 43%左右，国航在华南地区的话语权大幅提升。至此，国内航线网络布局基本完善。

国际业务方面，国航在全国绝对领先。2009 年国际 RTK 在民航国际市场中占比 38.9%，远超南航和东航的 12.4%、22.5%。近 5 年的国际航线平均客座率 75.4%，分别比南航、东航高出 9.1 和 8.6 个百分点。在国际市场迅速复苏背景下，国际航线占比最高的国航最多受益于此。

※ 主业盈利能力在三大航中位居榜首

1、领先的收益水平、客座率和良好的效率：2009 年国航客公里收入 0.59 元，高于南航、东航接近 10 个百分点；5 年客座率平均值 76.1%，比南航、东航高 3 个百分点和 4.6 个百分点；2009 年飞机日利用小时 9.65 小时，同期南航、东航分别为 9.4 小时、9.37 小时。2、成本控制能力强：连续多年国航收入吨公里耗油都低于南航和东航，今年，公司还将退租 6 架成本较高的 737-600 飞机，继续优化机队结构，争取进一步提升燃油经济性。且考虑到国航的融资租赁飞机占比上升空间较大，折旧费用占比将有所下降；通过加大网站、呼叫中心等的建设加大机票直销比例，降低销售费用率，公司未来不含燃油单位成本有望继续下降。

鉴于领先的收益水平和出色的成本控制能力，国航的毛利率一直领先于南航和东航，毫无疑问是行业内主业盈利能力最强的一家公司。

※ 致力于打造亚洲最大货运航空公司

公司看好中国航空货运市场未来的发展，致力于用 3-5 年的时间打造出成亚洲最大的货运航空公司。目前国货航已具备一些优势：1、2011 年货机增加至 12 架，再加上国泰日后逐渐转移的运力，以及国航、国泰强大的国际航线网络，货物运输能力将不断增强；2、上海和香港市亚洲最大的航空货源生成地；3、长期积累的品牌优势。

※ 其他有利因素

1、投资收益大幅上升：2010 年航空业景气回升和航油套保公允价值转回令国泰航空盈利显著回升。山东航空 1 季度净利润也同比大幅上升。2、两舱提价提升盈利能力：公司拟从 7 月 1 日开始对国内 43 条商务航线的两舱价格进行调整，若成功实施，将增加公司 2010 年收入 3-4 亿元。3、人民币升值带来汇兑收益：预计全年人民币升值 3% 左右，将增厚 EPS0.073 元（暂不考虑深航）。

※ 维持公司“买入”评级

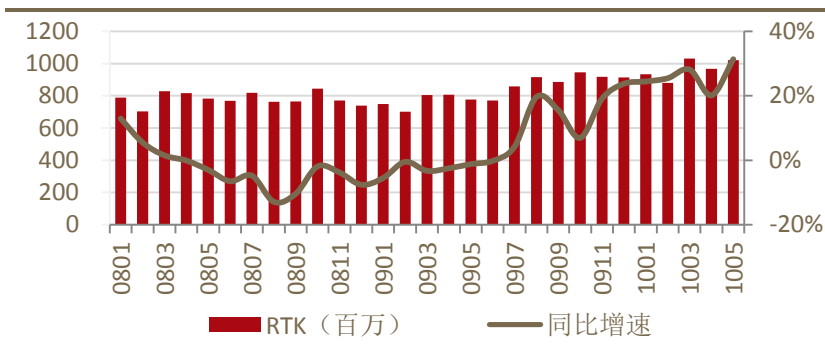
航空业景气度持续上升，作为我国航空业的龙头，国航将在国际航线复苏中受益最大；另外，其在国内航空公司中最完善的航线网络、稳健的作风、长远的战略、行业领先的盈利能力、深入人心的品牌效应等令公司长期发展值得看好。

预计公司 2010 年、2011 年 EPS 为 0.57 元、0.63 元，对应的动态 PE 分别为 18.2/16.4 倍，动态 PB 分别为 4.3 倍、3.5 倍。若考虑人民币升值因素，并假设 2010 年升值 3%，则增厚 2010 年 EPS 至 0.64 元，对应的动态 PE 为 16.1 倍，动态 PB 为 4.2 倍。2011 年业绩增速下降主要系油料公允价值转回大幅减少，但其主业盈利能力不断增强。维持“买入”评级。

一、行业景气向上，航空运输需求持续增长

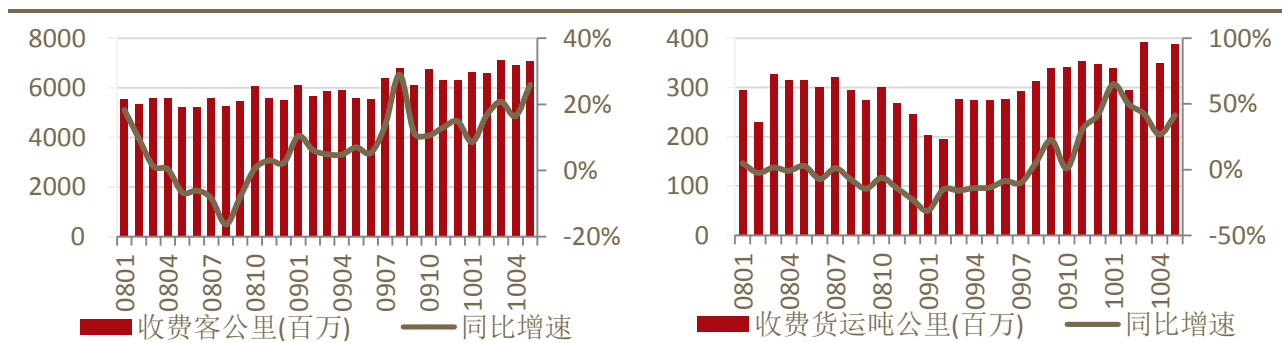
在行业景气向上的背景下，2010 年 1-5 月国航完成 RTK、RPK、RFTK 分别为 48.31 亿吨公里，343.22 亿客公里、17.64 亿吨公里，分别同比增长 25.9%、17.5%和 43.7%。其中，国内 RPK、国际 RPK 分别同比增长 15.7%、19.3%，国内 RFTK、国际 RFTK 分别同比增长 16.7%、53.2%。

图表 1 公司 RTK 及同比增速



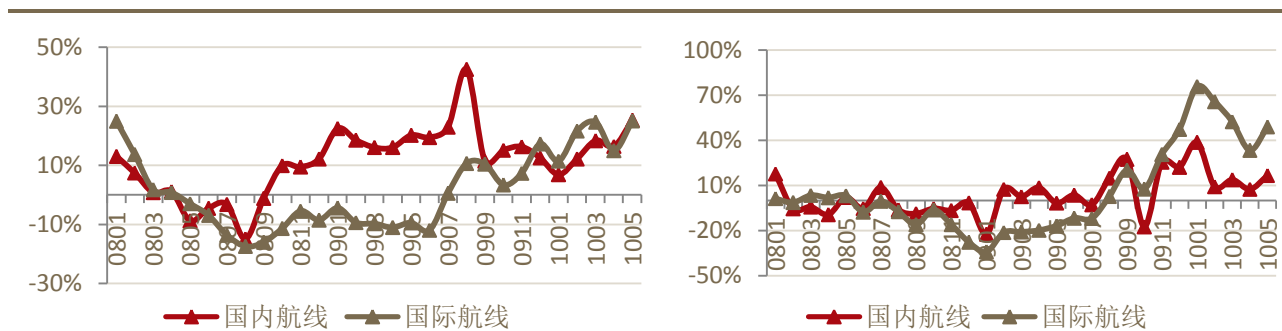
资料来源：公司数据 方正证券研究所

图表 2 公司 RPK、RFTK 及同比增速



资料来源：公司数据 方正证券研究所

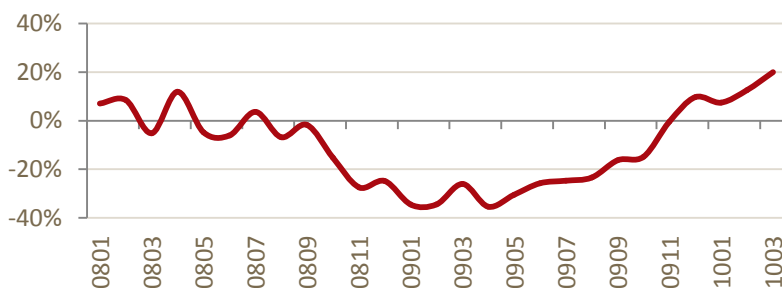
图表 3 分航线 RPK、RFTK 同比增速



资料来源：公司数据 方正证券研究所

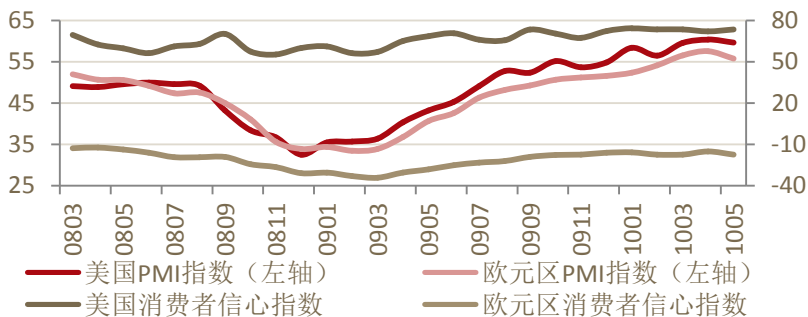
欧洲主权债务危机令世界经济的复苏之路多添坎坷，但是从欧盟统计局公布的数据我们可以看到，欧元区 16 国 3 月份工业新订单月度同比增速 20.01% 创下近三年以来的最高水平；4 月份，欧洲服务业和制造业都创下近三年来最快增速，经济信心也大幅改善，表明经济复苏的步伐正在加快。经济复苏是航空需求回升的根本动力，国际经济的缓慢好转以及去年的低基数效应将令国际航线持续回升。中国经济即使相比 1 季度将缓慢降温，但在《2010 经济蓝皮书(春季号)》中，中国社科院专家指出，2010 年我国 GDP 增速有望达到 9.9%。经济的快速增长将是国内航线持续稳定增长的有力保障。

图表 4 欧元区 16 国工业新订单同比增速



资料来源：WIND 方正证券研究所

图表 5 欧美 PMI 指数及消费者信心指数月度变化

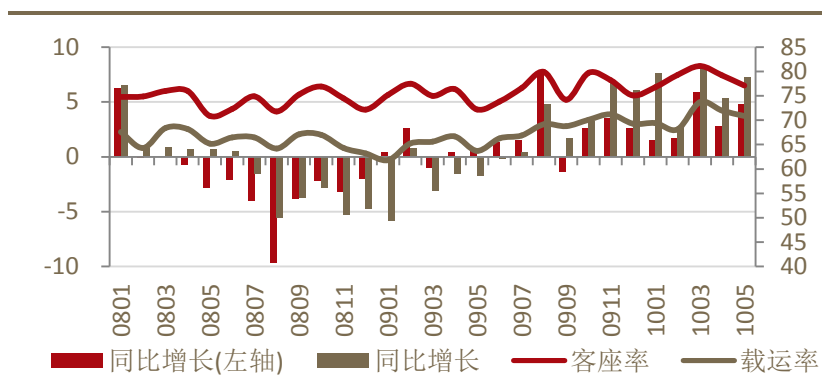


资料来源：WIND 方正证券研究所

二、运力稳健增长，收益水平大幅上升

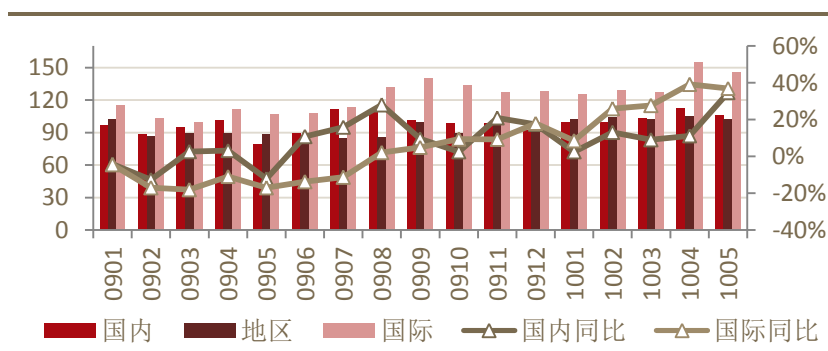
根据民航局规划，2010、2011 年新增运力在 13%、12% 左右，而 2010 年需求增速预计在 15% 以上，再考虑到飞机订单的取消和延迟交付，行业将存在明显的供需缺口。其中，由于取消或延迟的订单多为宽体机，国际运力增速将仅为 10% 左右。由此，客座率和票价指数在供需缺口的推动下将进一步上升，尤其国际航线票价将大幅提高，进而提升航空公司盈利水平，今年票价指数的大幅上升已经反映出这个趋势。

图表 6 中国民航客运率、载运率及同比增速



资料来源: CAAC 方正证券研究所

图表 7 分航线票价指数及同比增速



资料来源: CAAC 方正证券研究所

公司一直以来都奉行“稳健发展，追求效益最大化而非一味看重规模”的发展思路，运力投放为三大航中最为谨慎的一家公司，从目前订单情况看，2010-2012 年交付运力分别为 36 架、33 架、30 架，其中宽体机分别有 3 架、9 架、12 架；截止当前，今年已交付运力 15 架，其中包括两家 A330，均投入国内航线，机队规模达到 277 架。若均能按时交付，且不考虑飞机推出，2010-2012 年国航运力增速在 13.7%、11.1%、9.1% 左右。2009 年自置、融资租赁、经营租赁的飞机分别为 119、77、66 架，经营租赁占比 25%，在行业中偏低。在国际尤其欧洲航空公司经营惨淡，大量运力闲置，飞机租金下降的背景下，经营租赁不需计提折旧、运力调配灵活、退租后对公司以后的运力配置没有负担等优势日渐明显，由此，国航今年计划经营租赁 5 架 B737-800 和 3 架 A330。公司将根据自身财务状况、经营租赁价格等因素动态调整经营租赁的比例，争取往最优情景发展。通过对供求关系的良好控制能力，国航 1-5 月的客公里收益水平估计在 0.62 元左右，同比上升 10% 以上，全年的收益水平也将大幅提升。

图表 8 公司 2010-2012 年运力交付情况

年份	窄体机	宽体机	合计	交付后机队规模	同比增速
2010	33	3	36	298	13.74%

2011	24	9	33	331	11.07%
2012	18	12	30	361	9.06%

资料来源：公司数据 方正证券研究所

三、国内网络趋于完善，国际网络优势明显

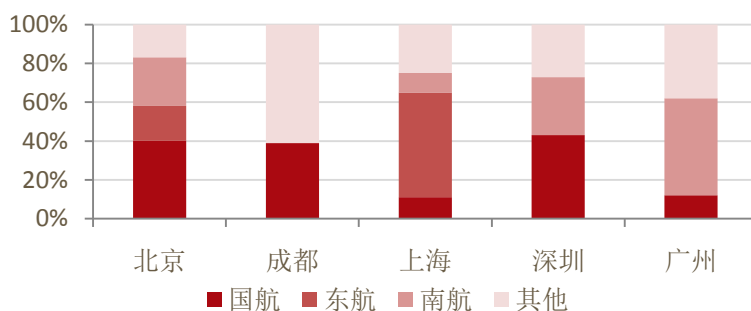
目前，国航国际航线 RTK 占比 50%左右，相较其他航空公司而言，国内国际业务发展最为均衡。

1、国内航线网络布局趋向完善

在控股深航后，国内航线网络布局基本完善，主基地扩张为北京、上海、成都、深圳，日后将凭借其基地航空公司的优势，继续加强这个四个地面基地的建设，保持甚至扩大其在当地的市场份额。

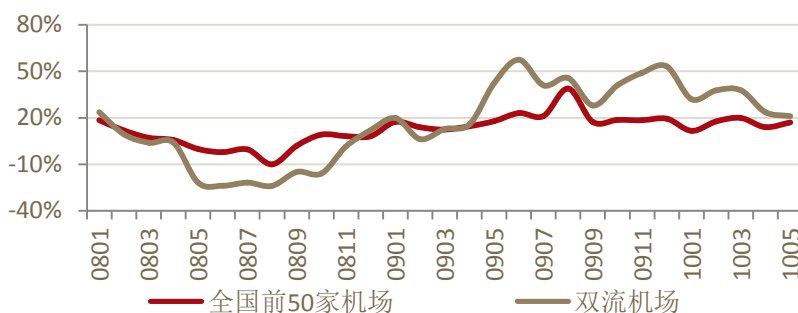
目前，国航围绕北京飞行的飞机超过 150 架，旅客吞吐量份额 40.1%，客公里份额达到 52.2%，市场占有率遥遥领先。再加上其长久以来积累的品牌效应以及大量公务客户，通过控制运力、平衡供求关系，国航在北京航线拥有很高的价格主导权，票价水平领先其他航空公司，由此北京航线的收益水平较高，其在在北京枢纽基地的竞争优势十分明显。而北京航线为公司贡献了 70%左右的客运收入，这也可以解释为何公司的收益水平好于南航、东航。虽然国航在上海基地的市场份额仅为 11%左右，但其在国际航线数量上占绝对优势。成都都是国航在大西南的枢纽基地，市场占有率 39%左右。双流机场目前为中国第五大机场，近 10 年的年均复合增长率高达 16.4%，2009 年旅客吞吐量达到 2263.78 万人，2010 年 1-5 月旅客吞吐量同比增长 30.21%，远高于全国 16%的平均增速。在西部大开发的背景下，西部经济日益发展，西南地区的航空需求也将随之增长。控股深航后，其在深圳的市场份额上升至 43%左右，国航在华南地区的话语权大幅提升。由此，国航在全国的网络布局趋向完善，其在枢纽机场的基地航空公司地位还有利于其在新的航班时刻资源争夺中获取先机。

图表 9 公司在主要基地的市场份额情况对比



资料来源：公司数据 方正证券研究所

图表 10 双流机场旅客吞吐量同比增速高于全国平均水平

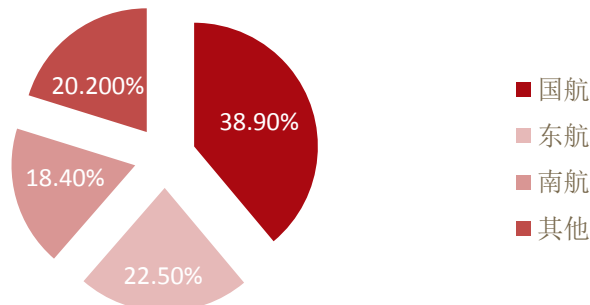


资料来源: WIND 方正证券研究所

2、国际航线遥遥领先

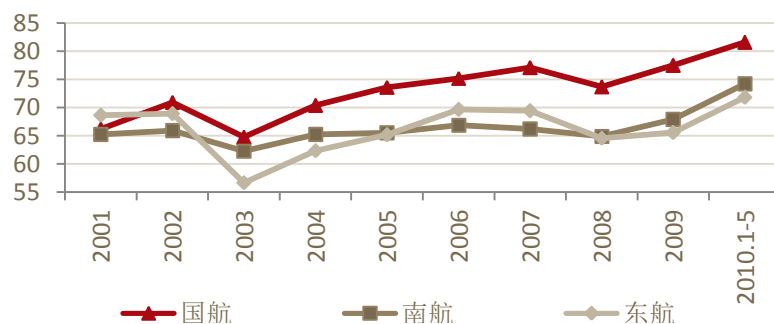
国航的国际业务在全国绝对领先,海外营销网络非常发达。其定期航班通航全球 32 个国家和地区,通过与星空联盟成员等航空公司的合作,将服务进一步拓展到 175 个国家的 1077 个目的地。2009 年国航的国际 RTK 完成 50.17 亿吨公里,在民航国际市场中占比 38.9%,远超南航和东航的 12.4%、22.5%。近 5 年的国际航线平均客座率高达 75.4%,分别比南航、东航高出 9.1 和 8.6 个百分点。在国际市场迅速复苏的背景下,国际航线占比最高的国航最多受益于此。

图表 11 三大航国际 RTK 占比



资料来源: CAAC 公司公告 方正证券研究所

图表 12 国际航线客座率情况对比



资料来源: 公司公告 方正证券研究所

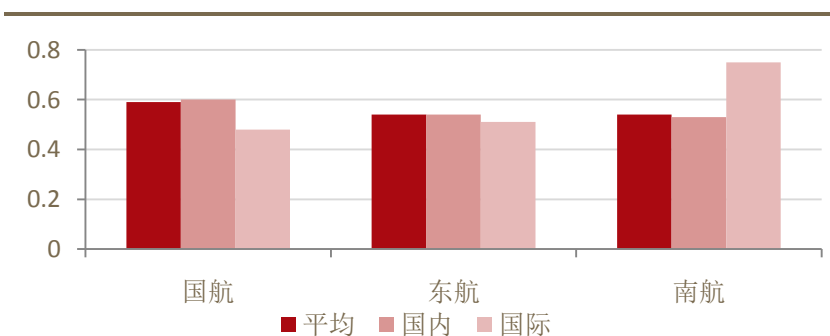
四、主业盈利能力在三大航中位居榜首

国航向来以稳健发展为主，追求效益最大化，而非一味的扩大规模。在三大行中，收益水平最高、成本控制能力最强，从而毛利率水平稳居榜首。

1、领先的收益水平、客座率和良好的效率

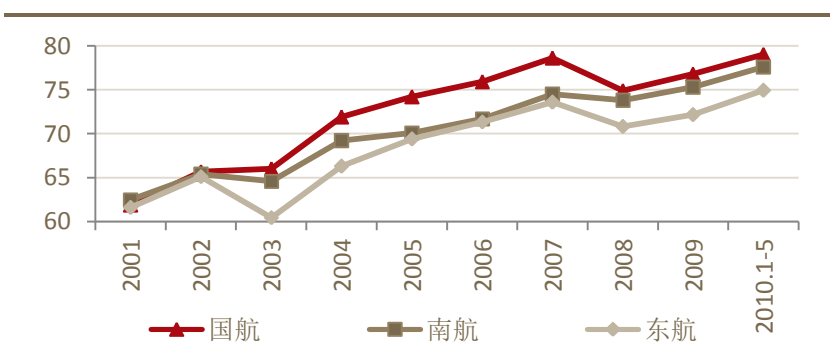
2009 年国航客公里收入 0.59 元，而同期南航、东航均为 0.54 元，高于对手接近 10 个百分点；长期以来客座率水平都高于竞争对手，近 5 年平均值 76.1%，分别比南航、东航高 3 个百分点和 4.6 个百分点；2009 年飞机日利用小时 9.65 小时，同期南航、东航分别为 9.4 小时、9.37 小时。分国内外情况来看，国航国内航线客公里收入远高于东航、南航；国际航线偏低主要系客公里收入相对较低的欧美长航线占比远高于东航、南航，而实际上国航在同一条航线上的票价水平都要高于东航和南航。

图表 13 三大航客公里收入情况对比



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 14 三大航客座率情况对比



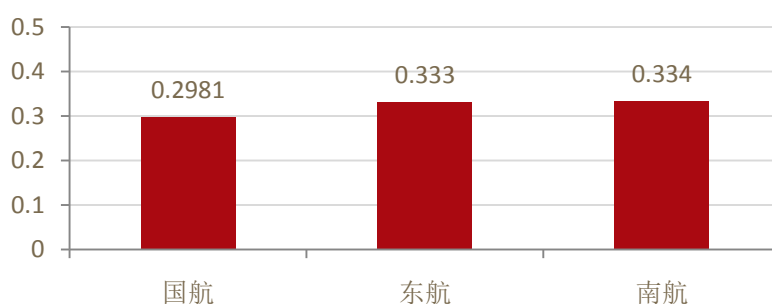
资料来源：公司公告 方正证券研究所

2、成本控制能力强

在追求效益的同时，国航也不放松成本控制。燃油成本在航空公司的营运成本中占比一般为 30% 以上，是最大份额的成本开支，国航通过引进航空燃油消耗计划系统、优化航线结构、淘汰高油耗机型，

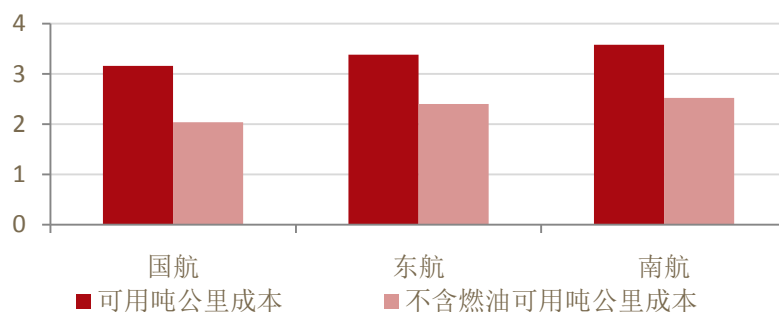
连续多年来收入吨公里耗油都低于南航和东航，2009 年为 0.298 公斤/吨公里，比南航、东航低 10%以上；可用吨公里成本 3.16 元，低于南航、东航的 3.38 元、3.58 元。今年，公司还将退租 6 架成本较高的 737-600 飞机，继续优化机队结构，争取进一步提升燃油经济性。由于机型结构的相对合理，飞机维修费用在运营成本中的占比仅为 3.63%，远远低于南航、东航的 8%左右；另外，三项费用率（尤其管理费用率）同样处于领先水平。由此，国航的不含燃油可用吨公里成本在三大航中仍旧最低。且考虑到国航的融资租赁飞机占比上升空间较大，折旧费用占比将有所下降；通过加大网站、呼叫中心等的建设加大机票直销比例，降低销售费用率，公司未来的不含燃油单位成本有望继续下降。

图表 15 三大航收入吨公里油耗比较



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 16 三大航可用吨公里成本及不含燃油成本比较



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 17 三大航营运指标对比

2009 (%)	国航	东航	南航
起降费占比	11.9	12.93	12.23
维修费用占比	3.63	7.15	8.37
折旧费占比	14.49	8.8	10.79
2010Q1 (%)	国航	东航	南航
三项费用率	10.78	12.42	11.25
毛利率	21.27	16.74	16.08
净利率	14.78	5.06	8.8

资料来源：公司公告 方正证券研究所

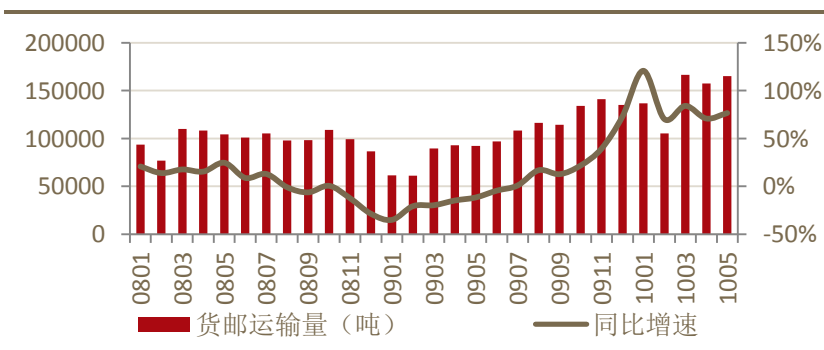
鉴于领先的收益水平和出色的成本控制能力，国航的毛利率一直领先于南航和东航，2010 年 1 季度达到 21.27%，而同期南航、东航只有 16.08%、16.47%；净利率 14.78%更是远远超出 6-9 个百分点。国航毫无疑问是行业内主业盈利能力最强的一家公司。

五、致力于打造亚洲最大货运航空公司

2010 年我国航空货运需求强劲复苏，货邮运输量创历史记录，而货机运力投放增速预计不到 10%，供需格局明显好转，平均运价大幅回升。公司看好中国航空货运市场未来的发展，拟通过对国货航进行股权重组与国泰航空共同成立一家货运航空公司，交易完成后国航持股 51%。目前，国货航拥有 8 架货机，为本土最大的货运公司，在中国民航货运公司中市场份额达到 30%，但由于我国航空货运市场的八分天下被外航占领，国货航在全国航空货运市场的份额不到 10%。随着国际货运市场的强劲复苏，运价水平也同比大幅上升，国货航目前基本盈亏平衡。

公司致力于用 3-5 年的时间将国货航打造成亚洲最大的货运航空公司。目前国货航已具备一些优势：1、加上国泰即将出售的 4 架，机队规模 2010 年将达到 10 架、2011 年 12 架，再加上国泰日后逐渐转移的运力，以及国航、国泰强大的国际航线网络，货物运输能力将不断增强；2、上海和香港是亚洲最大的航空货源生成地；3、长期积累的品牌优势。

图表 18 中国航空货邮运输量及同比增速



资料来源：CAAC 方正证券研究所

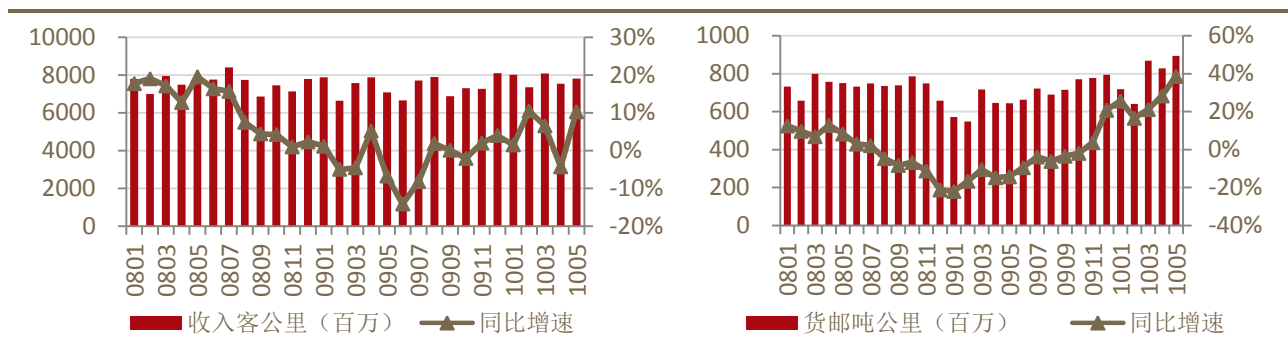
六、其他有利因素

1、投资收益大幅上升

公司投资收益主要来自国泰航空，2009 年底持股比例由 17.49% 增加至 29.99%。国泰航空 2008 年的亏损主要来自航油套保账面价值

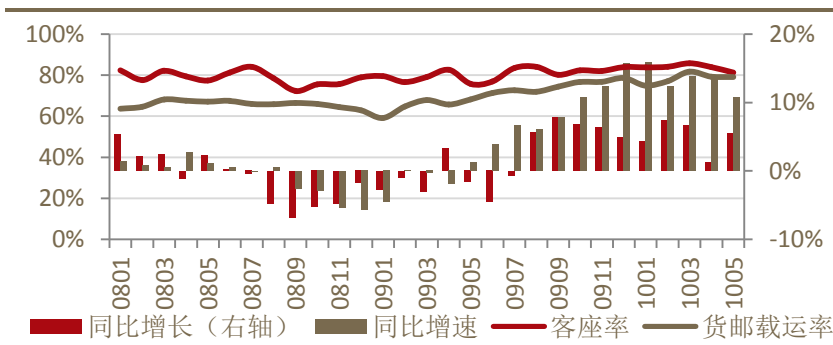
的减计,随着油价上升,公允价值转回,其盈利也迅速回升。从业务量来看,随着航空业的景气回升,2010年国泰航空客运量稳中有升、客座率恢复至金融危机前水平,货运量、货邮载运率均大幅增长,国泰航空盈利能力的显著回升。山东航空1季度净利润也同比大幅上升。由此,2010年1季度公司实现投资收益4亿元,环比大幅上升176.3%。

图表 19 国泰航空 RPK、RFTK 及同比增速



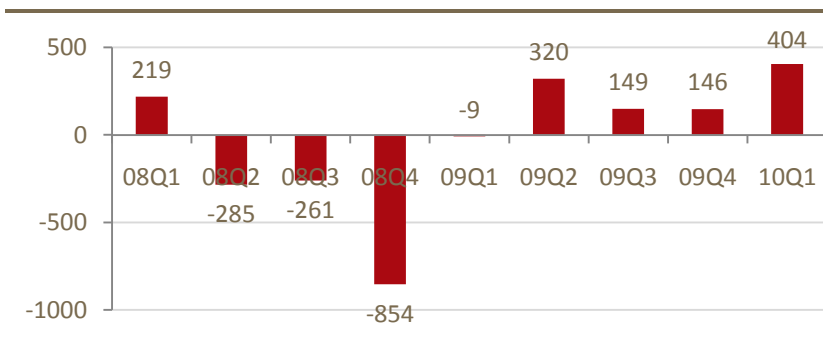
资料来源:公司公告 方正证券研究所

图表 20 国泰航空客座率、货邮载运率季同比增速



资料来源:公司公告 方正证券研究所

图表 21 对联营合营企业的投资收益



资料来源:公司公告 方正证券研究所

2、两舱提价提升盈利能力

目前,我国航空公司的两舱收入占比远低于大型国际航空公司,主要有两方面原因:一是我国居民支付能力不敌国外;而是政策限制:国外公务出行,飞行时间3小时以上可坐商务舱,5小时以上可坐头

等舱，而我国规定司长级别可坐公务舱，部长级才能坐头等舱。随着居民收入水平的上升，预计国内航空公司的两舱收入将是一个逐步增加的趋势。

2009 年公司两舱收入 46 亿元，贡献整体客运收入的 11% 左右，其中国内航线 20 亿元，国际航线 26 亿元。针对 5 月份出台的航空公司将自主决定国内头等舱、公务舱票价的规定，公司拟从 7 月 1 日开始对国内 43 条商务航线的两舱价格进行调整，商务舱、头等舱分别提价至经济舱全价的 150%、200%；其中，对于两舱客座率在 80% 以上的北京-广州、北京-上海、北京-深圳航线商务舱、头等舱提价至经济舱全价的 180%、230%。由于这些航线上，商务旅客占比较高，以北京-上海为例，金卡、白金卡客户达到 50%，其对价格的敏感性不高，将支撑一定幅度的提价。与此同时，国航也在不断的改善两舱的硬件设施和软件服务，若此次两舱提价成功实施，将增加公司 2010 年收入 3-4 亿元。虽然对于几百亿元的客运收入来说影响不大，但可以看到，两舱收入占比的提升将是一个大的趋势，公司盈利能力也将随之提高。

3、人民币升值带来汇兑收益

近期，央行表示将进一步推进人民币汇率形成机制，增强人民币汇率弹性，人民币升值预期开始走强，预计全年升值 3% 左右，以公司 2009 年底的外币负债计算，将带来汇兑收益 8.89 亿元（暂不考虑深航），折合 EPS0.073 元。另外，人民币升值还会降低公司在国外的航材、航油、餐食等采购成本，以及机场起降费等一些境外成本。

图表 22 人民币兑美元汇率变动对公司净利润的敏感性分析

人民币兑美元升值幅度	税前利润变动（亿元）	净利润变动	EPS（元）
1%	3.95	2.96	0.024
2%	7.91	5.93	0.048
3%	11.86	8.89	0.073

资料来源：公司公告 方正证券研究所

七、盈利预测与投资评级

1、盈利预测

暂不考虑深圳航空的并表，在航空业景气度上升的大背景下，公司主业盈利能力也将不断增强，预计 2010 年、2011 年营业总收入为 655 亿元和 739 亿元。

图表 23 2010-2011 年公司营业收入预测

（亿元）	2009	2010E	2011E
客运收入	443.99	555.79	621.97

货运收入	54.57	89.58	106.99
主营收入	498.56	645.37	728.96
同比增速	5.70%	29.45%	12.95%
营业总收入	511	655.37	738.96
同比增速	-3.54%	28.26%	12.76%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

根据我们石化行业研究员的判断，当前欧债危机尚未落幕，美国制造业复苏减缓，宏观经济存在下行风险，而美元经过近期的调整之后有中期反弹趋势。虽然原油需求情况有所改善，但随着油价的上涨，OPEC 内部配额执行率有所降低，导致产量增长较快，在原油市场供需基本平衡的基础上，油价将呈现震荡格局，预计 2010 年全年原油均价将维持在 75 美元/桶左右。相较于 2009 年的均价 62.18 美元/桶，上升 20.62%。我们预计公司 2010 年需采购燃油 356 万吨，平均采购成本 5820 元/吨，总体燃油成本 207 亿元，同比增长 43%。

图表 24 2010-2011 年公司燃油成本预测

	2009	2010E	2011E
年耗油（万吨）	299.62	356.29	399.87
采购价格（元/吨）	4827.49	5820.00	6210.00
燃油成本（亿元）	144.66	207.36	248.32
同比增速	-36.03%	43.34%	19.75%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

结合收入与成本分析，综合考虑燃油公允价值转回、投资收益等因素（暂不考虑增发），我们预计公司 2010 年、2011 年 EPS 为 0.57 元、0.63 元，对应的动态 PE 分别为 18.2/16.4 倍，动态 PB 分别为 4.3 倍、3.5 倍。若考虑人民币升值因素，并假设 2010 年升值 3%，则增厚 2010 年 EPS 至 0.64 元，对应的动态 PE 为 16.1 倍，动态 PB 为 4.2 倍。

2、维持公司“买入”评级

经济发展、消费升级驱动行业长期增长；供需缺口提升客座率和票价水平，提高盈利能力；人民币升值带来汇兑收益；燃油附加费和油价联动消化大部分油价上涨成本；上海世博会带来增量效应，航空业景气度将继续上升。作为我国航空业的龙头，国航将在国际航线复苏中受益最大；另外，其在国内航空公司中最完善的航线网络、稳健的作风、长远的战略、行业领先的盈利能力、深入人心的品牌效应等令公司长期发展值得看好。2011 年业绩增速下降主要系油料公允价值转回大幅减少，但其主业盈利能力不断增强。目前 4.3 倍的 PB 低于其历史平均水平，也低于行业平均 5 倍的水平，相对而言，具备一定的估值优势；且在行业景气度不断上升的背景下，公司发展值得看好，维持“买入”评级。

图表 25 财务报表及指标预测

利润表 (亿元)	2009	2010E	2011E	现金流量表	2009	2010E	2011E
主营业务收入	511.0	655.3	739.0	经营活动产生的现金流			
主营业务成本、税金	434.5	528.9	589.7	净利润	49.8	69.3	77.0
主营业务利润	76.4	126.5	149.3	少数股东权益	1.6	(0.6)	(0.7)
其他业务利润	26.0	14.2	5.1	折旧及摊销	69.1	84.1	99.2
营业费用	38.1	42.6	44.3	坏帐准备	0.0	(0.5)	0.0
管理费用	16.2	18.1	20.1	应收帐款的减少/(增加)	2.3	(4.9)	(4.6)
财务费用	12.1	10.5	11.2	存货的减少/(增加)	(1.1)	(1.7)	0.2
营业利润	36.0	69.5	78.6	待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	0.0	0.0
投资收益	6.1	10.0	10.0	其他长期资产的减少/(增加)	0.2	0.0	0.0
补贴收入	0.0	0.0	0.0	应付帐款的增加/(减少)	(6.2)	16.5	9.8
营业外收支	11.0	2.0	2.0	预付费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0
利润总额	53.1	81.5	90.6	其他流动负债的增加/(减少)	10.4	17.8	9.8
减:所得税	3.4	13.0	14.5	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	(0.5)	(0.8)	(0.9)	其它	(57.2)	1.1	0.3
净利润	50.3	69.3	77.0	经营活动产生的现金流净额	69.0	181.0	191.0
				投资活动产生的现金流			
资产负债表	2009	2010E	2011E	收回投资与投资收益	17.1	0.0	0.0
现金及现金等价物	32.0	32.0	32.0	资本投资	142.9	149.5	124.3
应收帐款净额	30.5	35.9	40.5	其它	0.0	0.0	0.0
存货净额	9.3	11.0	10.8	投资活动产生的现金流净额	(125.8)	(149.5)	(124.3)
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	筹资活动产生的现金流			
流动资产合计	71.8	78.9	83.3	股权融资	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	808.8	873.9	899.6	支付股利	13.9	13.9	15.4
无形资产	27.1	26.2	25.3	银行贷款的净增加	117.5	(17.7)	(51.3)
长期投资及其他	153.9	153.9	153.9	其它	49.4	0.0	0.0
资产总计	1061.6	1132.9	1162.2	筹资活动产生的现金流净额	54.3	(31.6)	(66.7)
短期借款	201.7	164.0	92.8	现金的净流入/(净流出)	0.0	0.0	0.0
应付帐款	78.8	95.2	105.0	现金期初余额	0.0	32.0	32.0
其他流动负债	83.4	101.2	111.0	现金期末余额	0.0	32.0	32.0
流动负债合计	363.9	360.5	308.8				
长期借款	273.2	293.2	313.2	主要财务指标	2009	2010E	2011E
其他长期负债	184.9	184.9	184.9	ROE	21.0%	23.5%	21.6%
长期负债合计	458.1	478.1	498.1	ROA	4.7%	6.1%	6.6%
负债合计	822.0	838.5	806.9	已获利息倍数	1.83x	6.28x	7.56x
少数股东权益	0.4	(0.2)	(0.9)	资产负债率	77.4%	74.0%	69.4%
股东权益	239.2	294.6	356.2	流动比率	19.7%	21.9%	27.0%
负债和股东权益总计	1061.6	1132.9	1162.2	固定资产/总资产	76.2%	77.1%	77.4%

资料来源: WIND 方正证券研究所

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;
 增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%;
 中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;
 中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

北京		
地址:	北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼 (100037)	
电话:	(8610) 68584803	
传真:	(8610) 68584803	
网址:	http://www.foundersc.com	
E-mail:	yjzx@foundersc.com	
长沙		杭州
地址:	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼 (310006)
电话:	(86731) 85832274	(86571) 87782600
传真:	(86731) 85832380	(86571) 87782600
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com