

2011 年 5 月 3 日

中国国旅

前期业绩低于预期，国人离岛免税火爆

中国国旅 2010 年净利润 4.1 亿元，同比增长 30.9%，2010 年 1 季度净利润 1.2 亿元，同比增长 6.7%。三亚店大额的装修费摊销及国旅投资公司当期亏损等影响业绩体现。长期内仍看好国人免税及机场口岸升级对公司旅游零售业务的积极影响。维持买入评级，目标价格上调至 34.49 元。

A
买入

601888.SS - 人民币 27.35

目标价格: 人民币 34.49(↑28.00)

冯雪

(8621) 6860 4866 分机 8590

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210010330

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(12)	2	(0)	44
相对新华富时 A50 指数(%)	(17)	1	(7)	45

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	880
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	6,017
3 个月日均交易额(人民币 百万)	179
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
中国国旅集团有限公司	61

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
 具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 2010 年 4 季度及 2011 年 1 季度低于预期: 受累于三亚店政策放行前二、三期的大额装修摊销及新设立的国旅投资公司亏损, 公司这两个季度的毛利率和销售费用率等同比下滑。
- 三亚国人离岛免税超预期: 国人离岛免税自 4 月 20 日在三亚店试点实施, 平均每日进店 1.5-1.8 万人次, 日销售额 500-1,000 万元, 成交笔数超过 3,000 笔, 人均消费 1500-2,000 元, 进店人数、购买转化率、人均消费等均超预期。
- 三亚店接待能力、备货、人力等瓶颈: 公司通过紧急抽调员工及加快招聘解决短期人手不足的问题, 物流中心及全国门店支撑三亚店备货, 但接待能力瓶颈仍有待海棠湾免税城项目落地。
- 有税业务机场商业角色凸显: 公司年内中标杭州、南京机场的大型商业集成项目, 2011 年又与大连机场签约, 未来机场商业定位升级将给公司有税业务做大做强提供空间。
- 国旅总社净利润增长 84%: 2010 年旅行社业务恢复性高增长, 国旅会展实现异地扩张, 境外签证中心项目持续推进。

影响评级的主要风险

- 日本地震等系统性风险, 免税业务免征增值税的可持续性。

估值

- 不考虑三亚海棠湾国际免税城项目和税收优惠终止, 预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.80 元、1.15 元和 1.46 元, 基于行业平均市盈率, 目标价提高至 34.49 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	6,065	9,608	13,191	17,203	21,044
变动(%)	4	58	37	30	22
净利润(人民币 百万)	313	410	700	1,012	1,283
全面摊薄每股收益(人民币)	0.355	0.465	0.796	1.150	1.458
变动(%)	6.0	30.9	71.0	44.4	26.9
市场平均预测每股收益(人民币)	-	-	0.685	0.878	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.628	0.772	-
调整幅度(%)	-	-	26.8	48.8	N/A
核心每股收益(人民币)	0.356	0.467	0.796	1.150	1.458
变动(%)	4.7	31.2	70.6	44.4	26.9
全面摊薄市盈率(倍)	77.0	58.8	34.4	23.8	18.8
核心市盈率(倍)	76.9	58.6	34.4	23.8	18.8
每股现金流量(人民币)	0.18	0.52	0.79	1.28	1.62
价格/每股现金流量(倍)	149.0	53.0	34.6	21.3	16.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.6	30.9	18.5	13.0	10.1
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.200	0.250	0.300
股息率(%)	0.0	0.4	0.7	0.9	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

年报和 1 季报业绩低于预期

中国国旅 2010 年实现营业收入 96.1 亿元，同比增长 58.4%，归属于上市公司股东的净利润 4.1 亿元，同比增长 30.9%，每股收益 0.465 元，与前期业绩快报一致。其中第 4 季度收入增长 45%，但净利润下滑 32%。2011 年 1 季度实现营收 22.3 亿元，同比增长 29.8%，净利润 1.2 亿元，同比增长 6.7%，每股收益 0.133 元。

2010 年 4 季度和 2011 年 1 季度的公司综合毛利率分别为 18.1% 和 21.7%，分别比上年同期下降 1.9 和 0.3 个百分点。销售费用率分别为 9.3% 和 7.7%，比上年同期增加 2.1 和 1.1 个百分点。营业成本和销售费用的上扬拖累 2010 年 4 季度和 2011 年 1 季度的净利率分别下滑 2.0 和 1.1 百分点至 1.8% 和 5.2%。

我们认为，业绩低于预期的主要原因是：1) 三亚市内免税店 2010 年内完成二、三期装修，新增 6,334.72 万元装修费，2010 年全年长期待摊费用摊销翻两番至 3,232 万元，我们预计 9 月陆续开业的三期品牌店的高额装修费同样影响 2011 年 1 季度业绩，而政策放开前的销售因日本地震冲击等而不容乐观；2) 新增新设立的国旅投资公司亏损 992 万元；3) 广告及宣传推广有所增加；4) 2010 年 4 季度计提一线业务部门当年奖金等。

旅游服务板块——恢复性高增长

2010 年国旅总社实现合并营业收入 67.1 亿元，同比增长 79%，归母公司股东的净利润 4,132 万元，同比增长 84%，净利率约 0.6%，与上年同期基本持平，实现恢复性高增长。

1) 公民旅游景气度高

三大传统旅游市场中，出境游和国内游业务录得较好增长，收入规模分别比上年同期扩大 93.3% 和 93.7% 至 27.8 亿元和 22.6 亿元，而入境游受益于海外直客市场建设和在线旅游业务的推广，收入同比增长 32.9% 至 11.1 亿元，略高于 2008 年水平。随国际旅游市场复苏，境外旅游要素价格上涨，入境游、出境游毛利率分别下降 2.4 和 1.4 个百分点。

公民旅游翻番增长和相对较好的利润率水平主要源于：1) 上海世博会和广州亚运会等国内盛会契机；2) 新产品研发力度加大，新开放的加拿大、朝鲜目的地做到北京直客市场第一，成功推出日本、台湾、荷兰等特色产品；3) 营销推广力度加大，加强与地方政府和旅游局合作，与全国 30 多家主要旅游目的地省市签订战略合作协议，推出与歌诗达游轮、地中海俱乐部、皇家加勒比游轮等资源供应商相关的主题店、店中店等；4) 旅行社实体网络拓展至二、三线城市；5) 集采力度加强，合作联盟范围扩大。

2011 年初，澳洲飓风洪水、中东北非政局动荡、日本地震、海啸及核事故、美国龙卷风等影响入境和出境游市场。2011 年 1 季度，全国接待入境旅游人数同比增长 1.1% 至 3,177.59 万人次，入境旅游外汇收入同比增长 0.82% 至 104.53 亿元，其中日本游客人数下滑 8.3% 至 81.59 万人次。1 季度全国出境游人数增长 16.5%，略低于 2010 年全年 20% 的增速。预计 2011 年全年，公民旅游景气度仍处于高位，国内游将有西部和海南等区域热点，出境游出现结构性变化，因私出境旅游的比重仍将小幅攀升。

2) 国旅 MICE 市场拓展快

2010 年内，国旅会奖旅游业务成功进入华东、华南市场，设立“北上广”架构。得益于全面接收运通的老客户资源和新客户增量，包括会展业务在内的“其他旅游服务”分项 2010 年实现 3.6 亿元收入，同比增长 3 倍。看好中国 MICE 市场的发展前景和集中度的提高，我们仍然认为国旅会展是旅游服务板块内增长最快、潜力最大的子板块。

3) 境外签证中心建设持续

国旅与外交部合作的境外签证中心建设持续。2010 年 8 月末，国旅总社与外交部机关及境外机构服务中心正式签署双方合作设立西班牙、荷兰、丹麦、比利时 4 个中国签证申请服务中心的框架协议。目前，澳大利亚签证服务公司和丹麦签证中心相继正式营业，西班牙、荷兰和比利时三个签证中心的筹建工作基本完成，即将对外营业。

4) 收购少数股东权益

2010 年内，公司收购广东国旅和重庆国旅的少数股东权益，持股比例分别升至 54.705%和 100%。广东国旅和重庆国旅 2010 年分别实现 116.87 万元和 73.16 万元，按照权益比例，约占国旅总社净利润的 3.3%。2011 年 4 月 20 日，云南世博旅游控股集团与国旅总社共同出资整合昆明国旅，两者分别持有新昆明国旅的 33.3%和 66.7%股权。

商品销售板块——三亚国人离岛免税火爆

2010 年中免公司实现合并营业收入 28.4 亿元，同比增长 24%，归于母公司股东的净利润 3.6 亿元，同比增长 21%，净利率 12.8%，与上年同期基本持平。其中，免税和有税业务收入各 27.0 亿元和 1.3 亿元，同比增长 22%和 102%，毛利率各 35.7%和 32.0%，比上年同期下滑 1.4 和 6.4 个百分点。2010 年完成新建免税店 10 家。

利润贡献度较高的合营及联营企业中，公司持股各 30%的珠免公司和深免公司 2010 年净利润分别增长 44%和 16%至 1.5 亿元和 6,217 万元，持股 25%的深圳罗湖中免公司 2010 年净利润下滑 16%至 2,460 万元，持股 50%的上海东航中免公司 2010 年净利润同比增长 8%至 1,346 万元。

1) 三亚市内免税店显著超预期

2011 年 4 月 20 日，海南国人离岛免税政策在中免三亚市内店（三期，约 7,000 平米营业面积）正式试点实施，显示客流瞬间爆棚、产品销售结构不均、人均消费额可观、有一定补货压力等特点。我们认为营业面积及瞬时接待能力是榆亚大道店目前的最大瓶颈，国人离岛免税业务的大幅增长还将寄希望于三亚海棠湾免税商城的开业。

以日销售额 500 万元和 15%净利率简单测算，则中免三亚店将带来 18 亿元营业额和 2.7 亿元净利润，相当于 2010 年中免公司免税业务总规模的 68%和归于母公司股东的净利润的 75%。

图表 2. 三亚店国人离岛免税政策实施的新闻解读

小结	新闻摘要	解读
客流、转化率及人均消费均超预期	4月20日起超过1.5万名进店顾客，刷卡消费超过4,000笔，首日销售额800-1,000万元；前11天游客超过17.5万人次，达成交易35,800多笔，日均销售额超过500万元人民币；5月1日执行限流政策后接待1.55万人次，达成交易4,300多笔；“五一”小长假期间三亚免税店累计接待游客高达4.2万人次，完成交易过万笔。每日接待旅行团队在30至40个之间，今后几天旅行团顾客将逐渐增多，但仍以散客为主，预计今后三天团队顾客占总顾客量比重将由10%上升至15%。	我们曾预期海南国人离岛免税政策的实施为公司直接打开国人消费的“红海”市场，而非需培育的“蓝海”市场，但日均1.5-1.8万人次的进店客流量仍然显著超出我们此前的预期，也超出公司原测算的“每小时700-1,000万人次”（即每天12小时营业时间内8,400-12,000人次）。从日均1.5-1.8万进店顾客和7天1.7万购物人次粗略计算，进店购买转化率高达15-20%，处于较高水平；人均消费1,500-2,000元，明显高于此前日俄外国顾客约900-1,000元的消费水平。
购物流程之提货环节受航班改签影响	截至4月26日，在三亚免税店购买免税品的旅客中，提货离岛人数6,720人，其中从三亚凤凰机场提货离岛人数4,792人，占71.3%，从海口美兰机场提货离岛人数1,928人，占28.7%。很多游客临时更改航班、购物时报错航班号或时间等都会影响正常提货。三亚提货点配送时间为6小时，海口则需要提前一天配送。一旦游客航班变动，将很难保证按时提货，只能按退货处理。	三亚店目前实行店内购买、机场提货的流程，我们认为，短期内实行“店内验放”的监管难度大，只能期待免税购物成常态后，店家、海关和游客总结出一套更灵活的购物流程。
政策造成货品销售遭遇5,000元瓶颈，但三亚店供应将不存在严重瓶颈	雅诗兰黛、香奈儿、迪奥等全球顶级的香水化妆品品牌，部分大牌的小皮具、领带、手表、首饰等最受消费者青睐。政策实施开始几天，部分优惠幅度大的商品不到10分钟之内便会被抢购一空。开业第一周稍后几天销售额下降的主要原因在于补货节奏跟不上销售速度。现行规定，5,000元~10,000元的手表需另行交付20%行邮税，超过10,000元的手表需缴纳30%的行邮税。交完行邮税后，这些手表可能比市区内的有税商店还要贵。由于单价在5,000元以上的商品需征收高额行邮税，高端奢侈品消费因此受到抑制，销售额也受到限制。传言公司计划在免税政策执行一段时期后，综合数据分析，再向有关部门争取更为灵活的限购政策，比如让限额又限量的规定得以放宽，或争取去掉一个。中免集团已启动了物流升级方案，用以保障三亚免税的商品供货，力争在最短的时间内改善并缓解顾客购物受限的局面。	我们认为，免税品的价格优势是吸引国人购买的重要因素。由于政策要求5,000元以上产品一般需缴纳20-30%的行邮税，三亚店免税品销售冷热不均，以首日销售看，90%的单子都是5,000元以下商品，且由于公司此前是全面备货，部分畅销香化品牌存在短期缺货现象。我们一方面认为未来行邮税细则是否调整还有待观察，主动权在政策制定者手中另一方面认为基于中免在青岛、大连、上海、深圳4大物流配送中心和全国170多家免税店，三亚免税店的货品供应瓶颈可适度缓解。
人员瓶颈迅速缓解	公司已从北京总部及各地门店紧急抽调了160名一线员工至三亚店，暂时解决人手不足的问题。与此同时，公司迅速开始了新的人员招聘工作。	我们认为，人手不足造成多个问题：顾客购物体验不佳、哄抢偷窃等损耗增加、补货不及时等，快速补充人员有益于减少损耗、及时补货等。
看好海棠湾国际免税城项目	中国国旅母公司国旅集团也计划加快在三亚海棠湾的“国际免税城”项目。海棠湾“国际免税城”项目属于综合性旅游地产项目，投资额50亿元，包括购物、餐饮、娱乐、休闲等各项功能区域。其中，购物将包含免税和有税两种业态，由中免集团负责经营。海棠湾项目已经开始了整体的规划设计，2011年5月就将在新加坡展开宣传攻势，并启动全球招商活动。按照计划，项目有望在2012年下半年建成。建成后将是全球最大的市内免税店。	三亚店的最大瓶颈实则是7,000平米经营面积对接待能力的限制，海棠湾国际免税城项目将切实改善这一问题。
三亚店在品牌档次、新品度、价格上有一定优势	三亚免税店最核心的精品区汇集了13个国际品牌，其中，古琦(Gucci)、蒂芙妮(Tiffany)、豪雅(TagHeuer)、阿玛尼(Emporio Armani)、真力时(Zenith)、万宝龙(Mont-blanc)是首次进驻中国大陆免税市场。而巴宝莉(Burberry)、胡戈·波士(Hugo Boss)、杰尼亚(Zegna Sport)、菲拉格慕(Salvatore Ferragamo)等也是大陆形象最新、面积最大、品类最全的专卖店。香水和化妆品，免税店内有30%是厂家特供的新款，国内其它地方买不到。《明报》在中免集团三亚免税店抽取15款护肤品格价，发现其中12款较香港便宜2%至24%，仅3款贵过香港。	中免具有较强的采购优势，在品牌的档次、丰富度、新品度、优惠度等方面持续升级。
三亚店营销推广发力	中免集团三亚免税店与携程网拥有业务合作，可为来岛游客提供100元的三亚免税店内消费抵用券。4月18日以来东航飞往三亚的航班客座率提升了6个百分点。自4月20日起实施的“离岛免税”政策尚未给海南旅游带来显著的提升效应。北京多家旅行社2011年“五一”海南游参团量与去年同期差别不大。虽然到海南的游客多会去免税店“尝鲜”，但目前海南游仍以观光、度假为主，购物游并不被旅行社看好。从5月2日起，海航新增三亚——合肥往返航班。	我们认为，广告、微博企业营销、携程合作等给予三亚店足够曝光度和知名度，营销推广得力。此外，海南旅游购物市场的升级是长期目标，与海南其他旅游要素同步丰富才是健康持续发展之道。

资料来源：网络信息、中银国际研究

图表 3. 三亚店现状



资料来源：网络信息

三亚免税店部分商品价格对比		
品牌	免税店价格	市场价
卡地亚 2010 年卡丽博系列 W7100014	40359 元	50000 元
浪琴 LONGINES 名匠系列 L267347831524	19980 元	19992 元(香港)
迪奥 Dior 真我系列 F071524009 淡香水 100ml	785 元	980 元
兰蔻金纯卓颜精华	1115 元	2000 元(约)
兰蔻金纯润白精华	1235 元	2000 元(约)
香奈儿 5 号香水(100 毫升)	950 元	1280 元
古琦(Gucci)经典款手袋“红绿红”系列小号手袋	4020 元	4480 元(约)

注：“免税店价格”为裸价,超过 5000 元商品要加征行邮税。

2) 有税业务定位于机场商业集成商

2010 年有税业务的翻番增长源于：1) 新开广州机场二期、杭州机场新航站楼等在内的 3 家“俚乐廊”品牌高端香化、箱包、黄金等专卖店；2) 世博特许商品销售：中免世博零售中心 2 家分店，近 650 平米，累计接待进店游客 300 万人次，单店销售额在众多世博零售商中名列前茅。

此外，更重要的是，如我们在三季报点评时所称，中免下属弘铭博公司年内陆续中标杭州和南京 2 个机场大型商业集成项目，实现有税业务机场商业集成的突破。其中，杭州机场约 537 平米，已开业，南京机场包括国内厅品牌店 732 平米和国际厅快餐店 510 平米。2011 年 3 月，中免公司与大连周水子国际机场集团公司签署战略合作意向书，将借大连机场扩建机遇共同开展涵盖机场商业整体规划、商业形象统一、国际及国内厅高端品牌引进等领域的全面合作。未来中免将受益于全国机场商业地位升级，弘铭博公司的机场商业集成业务将有极大发展空间。

3) 海外免税业务拓展

中免下属全资子公司香港中免主要负责协助集团总部落实货源，采购国产商品，组织仓储、运输、配送，并代表集团统一对外结算。2005 年起随集团战略升级，香港中免逐步开展海外市场拓展，目前已在香港、台湾高雄和基隆共设立 3 家外轮供应免税店，在台湾马祖岛分别设立了 1 家客运站免税店和 1 家离岛旅客免税购物商店。按照 2010 年 7 月份新闻稿，下一步香港中免还计划在大中华区以及东南亚的其他国家和地区合作拓展中免海外免税市场。

4) 系统建设加强

募投项目之一的船供业务方面，中免开发的全国第一套基于网络化运作的船舶供应业务信息系统已于 2010 年 3 月 10 日上线。2010 年完成 9 家免税店的船供能力建设及系统上线工作，比我们所预期的少 1 家，维持 3 年内完成所有外供免税店的船供业务筹建工作的预期。

图表 4. 公司业绩摘要

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动 (%)	2009 年 4 季度	2010 年 4 季度	同比变动 (%)	2010 年 1 季度	2011 年 1 季度	同比变动 (%)
营业收入	6,065	9,608	58.4	1,786	2,596	45.3	1,719	2,230	29.8
营业成本	(4,694)	(7,796)	66.1	(1,428)	(2,125)	48.8	(1,341)	(1,747)	30.3
毛利润	1,371	1,811	32.1	358	471	31.7	378	484	27.9
营业税金及附加	(50)	(70)	41.5	(12)	(19)	65.2	(14)	(17)	27.6
销售费用	(475)	(685)	44.3	(129)	(242)	87.8	(115)	(173)	50.6
管理费用	(355)	(467)	31.8	(119)	(159)	33.7	(88)	(125)	41.2
财务费用	(4)	31	(814.9)	7	34	388.4	(1)	6	(841.8)
资产减值损失	(10)	1	(107.8)	(11)	1	(112.3)	(0)	(0)	(62.4)
投资收益	71	89	25.3	18	17	(5.0)	27	28	4.4
营业利润	548	710	29.5	112	102	(8.7)	187	202	8.0
营业外收支净额	2	5	208.1	(2)	4	(349.9)	0	0	(46.1)
利润总额	550	715	30.0	110	107	(3.2)	188	202	7.9
所得税费用	(114)	(160)	41.2	(15)	(25)	61.6	(42)	(48)	14.4
少数股东损益	(123)	(145)	17.5	(28)	(36)	30.6	(37)	(38)	3.9
净利润	313	410	30.9	67	46	(32.2)	109	117	6.7
非经常性损益	(0)	(0)	56.5	2	0	(92.2)	(0)	(0)	(49.1)
扣非后净利润	313	409	30.9	70	46	(34.3)	109	116	6.9
(%)									
毛利率	22.6	18.9		20.0	18.1		22.0	21.7	
营业利润率	9.0	7.4		6.3	3.9		10.9	9.1	
有效所得税率	20.6	22.4		14.0	23.3		22.2	23.5	
净利率	5.2	4.3		3.8	1.8		6.4	5.2	
扣非后净利率	5.2	4.3		3.9	1.8		6.3	5.2	

资料来源：公司公告

图表 5. 营业收入和营业成本细分

	收入(人民币百万)			同比变动%		成本(人民币百万)			毛利率(%)			增减(百分点)	
	2008	2009	2010	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2009	2010
入境游	1,084.5	837.4	1,112.7	(22.8)	32.9	885.9	691.0	944.5	18.3	17.5	15.1	(0.8)	(2.4)
出境游	1,421.2	1,439.1	2,781.5	1.3	93.3	1,317.2	1,310.2	2,572.5	7.3	9.0	7.5	1.6	(1.4)
国内游	951.4	1,168.5	2,263.8	22.8	93.7	893.7	1,101.8	2,118.9	6.1	5.7	6.4	(0.4)	0.7
票务代理	173.6	141.1	194.8	(18.7)	38.1	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0
其他旅游服务	37.8	161.2	363.6	326.8	125.6	31.5	145.9	310.1	16.6	9.5	14.7	(7.1)	5.2
旅游服务小计	3,668.4	3,747.2	6,716.3	2.1	79.2	3,128.2	3,248.9	5,945.9	14.7	13.3	11.5	(1.4)	(1.8)
免税商品	1,971.6	2,219.6	2,702.1	12.6	21.7	1,316.2	1,395.9	1,737.7	33.2	37.1	35.7	3.9	(1.4)
有税商品	160.1	64.9	130.7	(59.5)	101.5	115.4	40.0	88.9	27.9	38.4	32.0	10.5	(6.4)
商品销售小计	2,131.7	2,284.5	2,832.8	7.2	24.0	1,431.7	1,435.9	1,826.6	32.8	37.1	35.5	4.3	(1.6)
主营合计	5,800.1	6,031.7	9,549.2	4.0	58.3	4,559.9	4,684.8	7,772.6	21.4	22.3	18.6	0.9	(3.7)
其他业务	18.6	32.8	58.4	76.8	77.9	6.9	8.8	23.7	62.9	73.1	59.4	10.2	(13.7)
合计	5,818.6	6,064.5	9,607.6	4.2	58.4	4,566.8	4,693.6	7,796.3	21.5	22.6	18.9	1.1	(3.8)

资料来源：公司公告

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	6,065	9,608	13,191	17,203	21,044
销售成本	(4,694)	(7,796)	(10,477)	(13,516)	(16,467)
运营费用	(824)	(1,136)	(1,548)	(1,983)	(2,434)
息税折旧前利润	547	675	1,166	1,704	2,143
折旧与摊销	(56)	(87)	(170)	(225)	(276)
营业利润(息税前利润)	492	588	995	1,480	1,867
净利息收入/(费用)	(4)	31	34	26	24
其它盈利/(亏损)	62	95	119	155	199
税前利润	550	715	1,149	1,661	2,090
所得税	(114)	(160)	(262)	(412)	(523)
少数股东损益	(123)	(145)	(186)	(238)	(284)
净利润	313	410	700	1,012	1,283
核心净利润	313	411	700	1,012	1,283
每股收益(人民币)	0.355	0.465	0.796	1.150	1.458
核心每股收益(人民币)	0.356	0.467	0.796	1.150	1.458
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.200	0.250	0.300
收入增长(%)	4	58	37	30	22
息税前利润增长(%)	31	20	69	49	26
息税折旧前利润增长(%)	27	23	73	46	26
每股收益增长(%)	6	31	71	44	27
核心每股收益增长(%)	5	31	71	44	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	3,476	3,831	3,041	2,618	3,327
应收帐款	459	738	1,021	1,332	1,642
库存	592	590	764	950	1,119
其它流动资产	179	324	503	656	801
流动资产合计	4,705	5,482	5,330	5,557	6,889
固定资产	456	550	1,377	2,400	2,490
无形资产	42	49	56	61	66
其它长期资产	296	400	606	838	1,104
长期资产合计	794	999	2,039	3,299	3,660
总资产	5,499	6,482	7,368	8,856	10,549
应付账款	664	816	906	1,076	1,215
短期债	195	187	0	0	0
其它流动负债	618	963	1,275	1,614	1,924
流动负债合计	1,477	1,966	2,182	2,690	3,139
长期债	0	0	0	0	0
其它长期负债	3	4	5	6	7
股本	880	880	880	880	880
资本公积	2,825	3,223	3,744	4,532	5,548
股东权益	3,705	4,103	4,624	5,412	6,428
少数股东权益	314	409	557	747	975
负债权益总计	5,499	6,482	7,368	8,856	10,549
每股账面价值(人民币)	4.21	4.66	5.25	6.15	7.30
每股有形资产(人民币)	4.16	4.61	5.19	6.08	7.23
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.71)	(4.09)	(3.46)	(2.98)	(3.78)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	550	715	1,149	1,661	2,090
折旧与摊销	56	87	170	225	276
净利息费用	4	(31)	(34)	(26)	(24)
营运资本变动	(287)	(71)	(199)	(155)	(187)
税金	(114)	(160)	(262)	(412)	(523)
其它经营现金流	(48)	(85)	(127)	(162)	(206)
经营活动产生的现金流	162	454	696	1,130	1,426
购建固定资产净额	(75)	(168)	(1,210)	(1,485)	(637)
投资减少/(增加)	0	0	0	0	0
其它投资现金流	36	83	133	170	214
投资活动产生的现金流	(39)	(85)	(1,077)	(1,315)	(423)
净股本增加	220	0	0	0	0
净负债增加	(255)	(8)	(187)	0	0
支付股息	0	0	(88)	(176)	(220)
其它筹资现金流	2,242	(70)	(37)	(58)	(70)
筹资活动产生的现金流	2,207	(78)	(313)	(234)	(290)
现金余额变动	2,329	291	(694)	(419)	713
年初现金	1,120	3,451	3,738	3,041	2,618
公司自由现金流	122	369	(381)	(185)	1,003
股权自由现金流	(133)	361	(568)	(185)	1,003

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.0	7.0	8.8	9.9	10.2
息税前利润率	8.1	6.1	7.5	8.6	8.9
税前利润率	9.1	7.4	8.7	9.7	9.9
净利率	5.2	4.3	5.3	5.9	6.1
流动性(倍)					
流动比率	3.2	2.8	2.4	2.1	2.2
利息覆盖倍数	21.7	27.8	65.1	100.6	97.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	2.8	2.5	2.1	1.7	1.8
估值(倍)					
市盈率	77.0	58.8	34.4	23.8	18.8
核心业务市盈率	76.9	58.6	34.4	23.8	18.8
目标价对应核心业务市盈率	96.9	73.9	43.3	30.0	23.6
市净率	6.5	5.9	5.2	4.4	3.7
价格/现金流	149.0	53.0	34.6	21.3	16.9
企业价值/息税折旧前利润	38.6	30.9	18.5	13.0	10.1
周转率					
存货周转天数	42.0	27.7	23.6	23.1	22.9
应收帐款周转天数	29.2	22.7	24.3	25.0	25.8
应付帐款周转天数	39.9	28.1	23.8	21.0	19.9
回报率(%)					
股息支付率	0.0	21.5	25.1	21.7	20.6
净资产收益率	13.6	10.5	16.1	20.2	21.7
资产收益率	9.2	7.6	11.1	13.7	14.4
已运用资本收益率	17.6	14.4	21.1	26.8	28.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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 9 月 3 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，豁免披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。除非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