



股票代码	600029.CH	1055.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 7.28	港币 4.26
目标价	人民币 7.60	港币 4.60
上/下浮比例	+4%	+8%
目标价格基础	A-H 溢价	市净率-净资产收益率
板块评级	增持	增持

南方航空

12 月经营数据符合预期

南方航空发布了 2016 年 12 月经营数据，结果符合我们的预期。我们维持对公司 2016-18 年的营业收入预测值不变，但下调盈利预测，以反映我们对于国际油价和人民币汇率变化的最新预测。维持 H 股和 A 股目标价格不变，重申持有评级。

支撑评级的要点

- 2016 年 12 月收入客公里 (RPK) 同比增长 16.9%，2016 全年同比增长 8.7%，大致符合预期。尽管可用座公里 (ASK) 增长迅速，2016 年 12 月国内、国际以及地区航线的客座率数据都表现优异。
- 由于公司 12 月经营数据强劲且符合预期，我们大致维持对于南方航空的营业收入预测不变。
- 为了反映我们对于国际油价和人民币汇率的近期预测，我们对公司的盈利预测进行调整。2017-18 年预测经营利润分别下调 10.1% 和 7.0%，以反映对于油价的最新预测。2017-18 年预测净资产回报率分别下调 4 个百分点和 1.8 个百分点至 9.0% 和 10.4%。

评级面临的主要风险

- 人民币进一步贬值；国际油价上升

估值

- 基于市净率-净资产回报率估值模型我们维持 4.6 港币目标价格不变，对应 0.89 倍 2017 年预测市净率，与 5 年平均 0.85 倍相近。
- 基于 A-H 股溢价，维持 A 股目标价 7.6 人民币不变且维持持有评级。

投资摘要—A 股

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入 (人民币 百万)	108,313	111,467	113,863	128,520	140,786
变动 (%)	10	3	2	13	10
净利润 (人民币 百万)	1,773	3,851	6,330	4,293	5,271
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.181	0.392	0.645	0.437	0.537
变动 (%)	(6.4)	117.2	64.4	(32.2)	22.8
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.649	0.479	0.548
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.646	0.624	0.652
调整幅度 (%)	-	-	(0.2)	(29.9)	(17.6)
核心每股收益 (人民币)	0.181	0.392	0.645	0.437	0.537
变动 (%)	(6.4)	117.2	64.4	(32.2)	22.8
全面摊薄市盈率 (倍)	40.3	18.6	11.3	16.6	13.6
核心市盈率 (倍)	40.3	18.6	11.3	16.6	13.6
每股现金流量 (人民币)	1.55	2.63	2.64	2.46	2.58
价格/每股现金流量 (倍)	4.7	2.8	2.8	3.0	2.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	12.2	8.0	7.2	8.0	7.8
每股股息 (人民币)	0.040	0.080	0.135	0.089	0.111
股息率 (%)	0.5	1.1	1.9	1.2	1.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A 股



(%)	今年	1	3	12
至今	个月	个月	个月	个月
绝对	3.7	6.7	0.0	2.5
相对新华富时 A50 指数	1.4	(5.1)	(5.2)	(7.0)

发行股数 (百万)	9,818
流通股 (%)	35
流通股市值 (人民币 百万)	51,125
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	598
净负债率 (%) (2016E)	165
主要股东 (%)	
南方航空集团	41

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2017 年 1 月 16 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输：航空公司

刘志成, CFA*

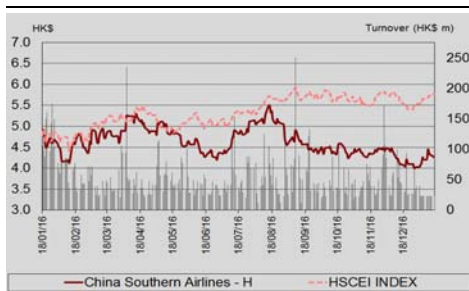
(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120019

本研究报告是《China Southern Airlines – In-line December operating data》的中文译本，英文原稿已于 2017 年 1 月 17 日出版

股价表现—H股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	5.7	3.9	(3.2)	(10.3)
相对恒生中国企业指数	2.8	1.8	(3.9)	(27.7)
发行股数(百万)				9,818
流通股(%)				63
流通股市值(人民币 百万)				11,906
3个月日均交易额(人民币 百万)				50
净负债率(%) (2016E)				165
主要股东(%)				
南方航空集团				41

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2017年1月16日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	108,584	111,652	114,100	128,788	141,079
变动(%)	10	3	2	13	10
净利润(人民币 百万)	1,777	3,736	6,314	4,136	5,154
全面摊薄每股收益(人民币)	0.181	0.381	0.643	0.421	0.525
变动(%)	(10.5)	110.2	69.0	(34.5)	24.6
市场预期每股收益(人民币)			0.644	0.500	0.508
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.645	0.622	0.647
调整幅度(%)	-	-	(0.2)	(32.2)	(18.8)
核心每股收益(人民币)	0.181	0.381	0.643	0.421	0.525
变动(%)	(10.5)	110.2	69.0	(34.5)	24.6
全面摊薄市盈率(倍)	20.9	10.0	5.9	9.0	7.2
核心市盈率(倍)	20.9	10.0	5.9	9.0	7.2
每股现金流量(人民币)	1.56	2.62	2.65	2.60	2.61
价格/每股现金流量(倍)	2.4	1.4	1.4	1.5	1.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	6.5	5.8	6.5	6.3
每股股息(人民币)	0.040	0.080	0.135	0.089	0.111
股息率(%)	1.1	2.1	3.6	2.3	2.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

经营数据符合预期

中国南方航空（CSA）公布了2016年12月及全年经营数据。

- 收入客公里（RPK）12月同比增长16.9%，全年同比增长8.7%，大致符合我们的预期。
- 尽管可用座公里（ASK）增长迅速，12月份国内、地区以及国际航线客座率依然现同比增长，就客座率情况来看是过去5年最好的同比数据。此外，在我们看来，12月的经营数据表现也十分强劲，符合预期。

图表 1. 中国南方航空可用座公里、收入客公里及吨公里收入

	16年12月	环比(%)	同比(%)	16年12月	同比(%)
可用座公里(百万座位-公里)					
国内	15,202.5	1.8	11.8	179,654.0	4.4
地区	294.5	3.9	(20.9)	4,193.2	(12.0)
国际	6,595.5	12.7	16.8	72,140.3	22.8
总计	22,092.4	4.9	12.6	255,987.5	8.7
收入客公里(百万客公里)					
国内	12,115.1	1.9	16.5	144,974.3	4.5
地区	217.9	5.4	(16.9)	3,083.7	(12.6)
国际	5,321.9	15.4	20.1	58,034.0	22.7
总计	17,654.9	5.7	16.9	206,092.0	8.7
收入吨公里-货邮(百万吨)					
国内	170.4	1.5	13.1	1,756.7	5.7
地区	2.4	13.3	34.8	21.9	1.3
国际	422.9	(11.1)	16.7	4,441.2	11.7
总计	595.7	(7.7)	15.7	6,219.7	9.9

资料来源：公司数据

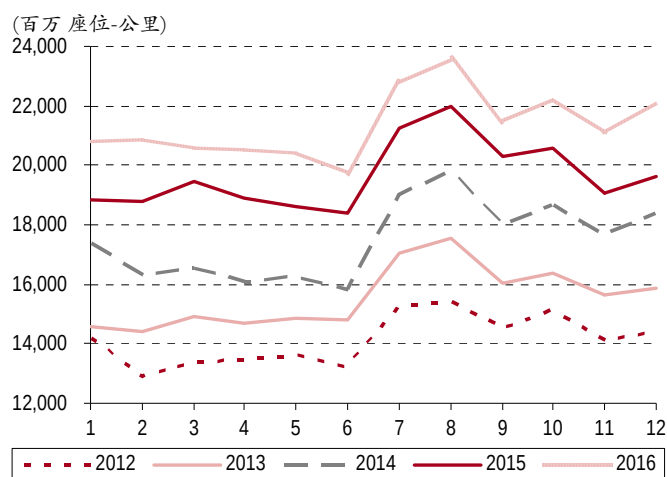
图表 2. 中国南方航空客座率

	16年12月	环比(百分点)	同比(百分点)	16年12月	同比(百分点)
客座率 (%)					
国内	79.7	0.1	3.2	80.7	0.1
地区	74.0	1.0	3.5	73.5	(0.5)
国际	80.7	1.9	2.2	80.5	(0.1)
总计	79.9	0.6	3.0	80.5	0.0
货邮载运率 (%)					
国内	44.1	0.9	2.4	38.4	2.0
地区	29.0	1.8	13.6	19.2	3.1
国际	62.4	(1.4)	0.6	61.2	(2.0)
总计	55.5	(2.7)	1.9	52.1	0.6

资料来源: 公司数据

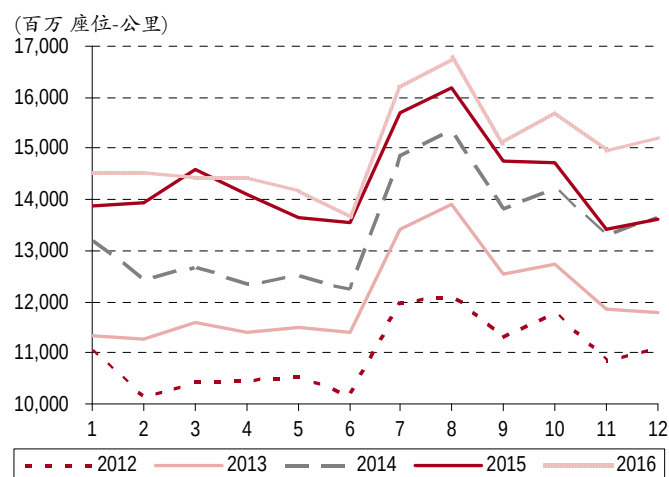
可用座公里 (ASK)

图表 3. 总可用座公里



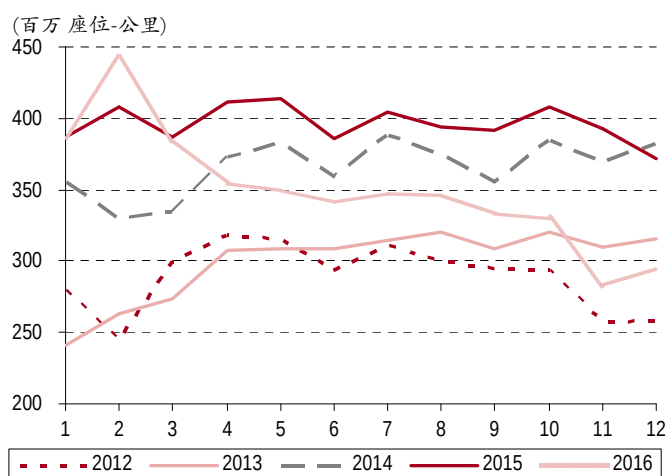
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 国内航线可用座公里



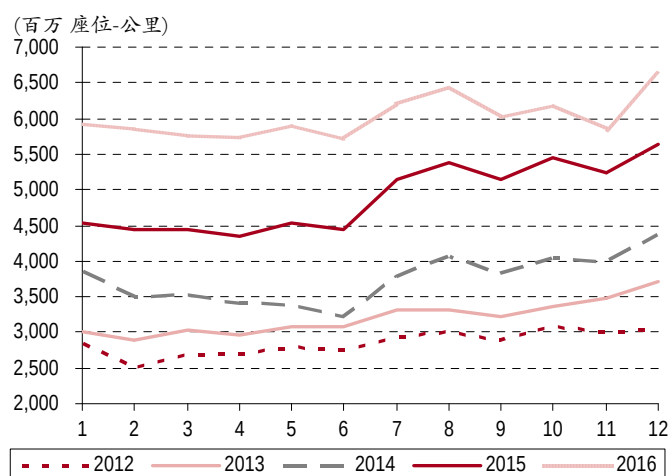
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 5. 地区航线可用座公里



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

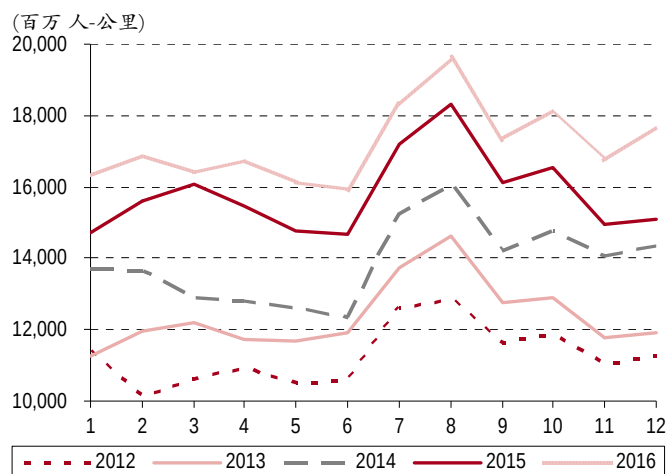
图表 6. 国际航线可用座公里



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

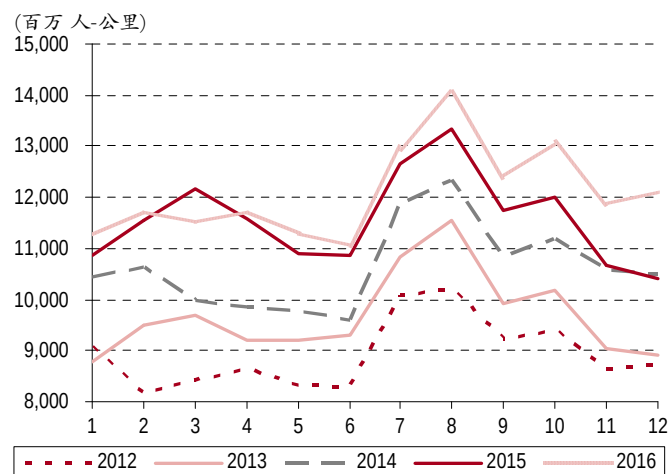
收入客公里 (RPK)

图表 7. 收入客公里



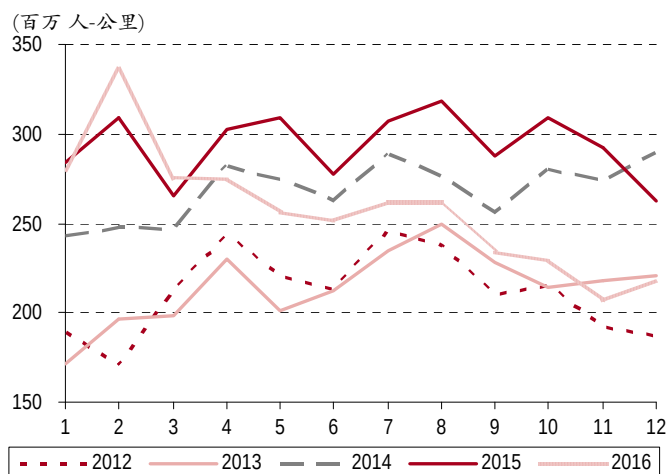
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 国内航线收入客公里



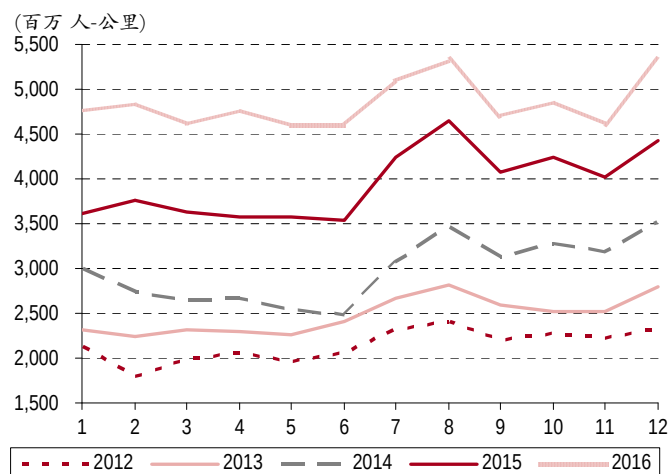
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 9. 地区航线收入客公里



资料来源：公司数据，中银国际研究

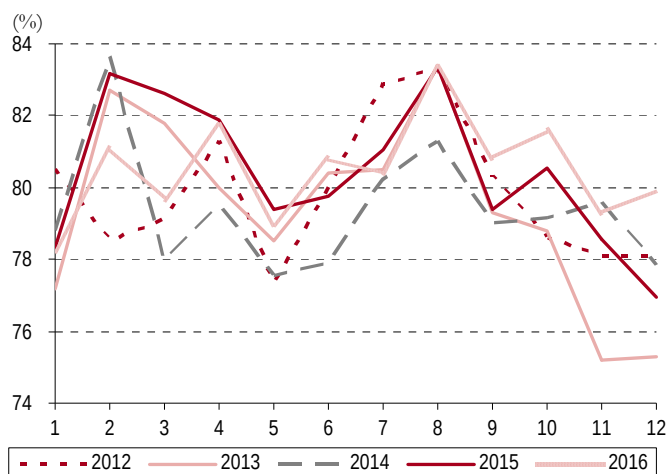
图表 10. 国际航线收入客公里



资料来源：公司数据，中银国际研究

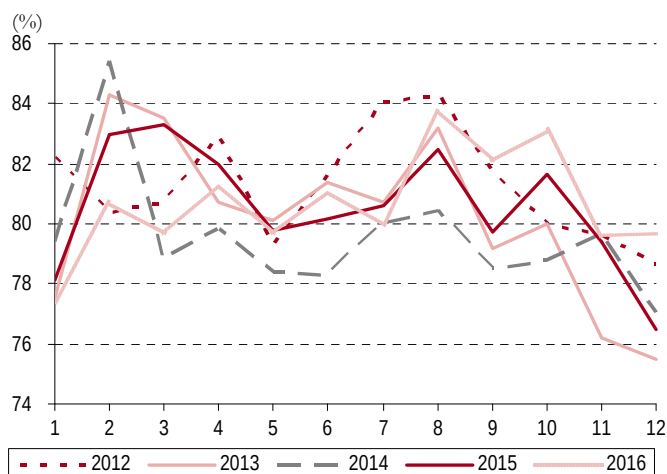
客座率

图表 11. 总客座率



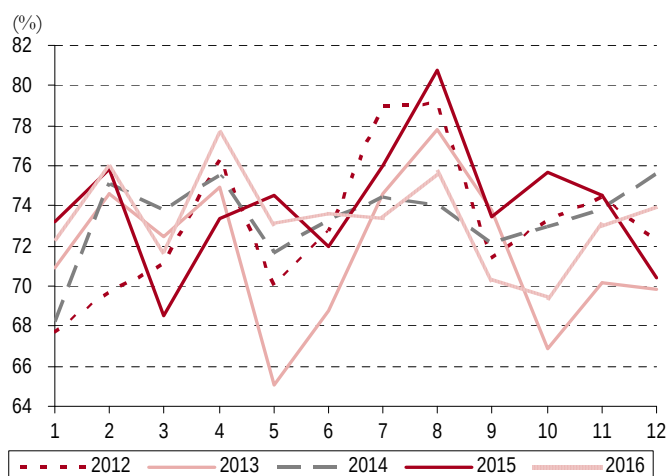
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 12. 国内航线客座率



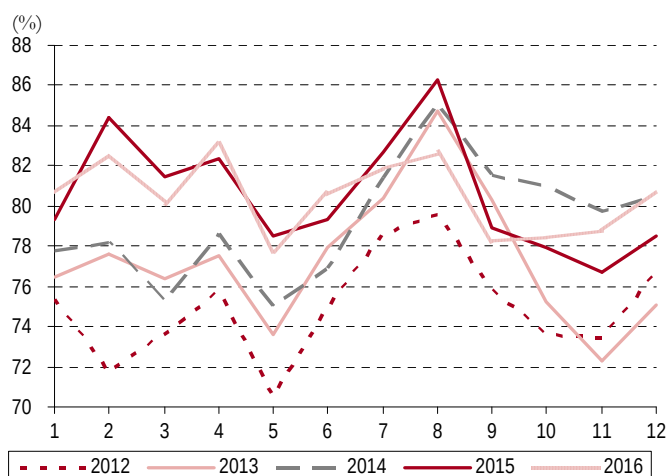
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 13. 地区航线客座率



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 14. 国际航线客座率



资料来源：公司数据，中银国际研究

近期，我们的研究团队更新了对于油价和人民币汇率的预测。能源板块研究团队将 2017 年布伦特原油均价预测值由 51 美元/桶上调至 57 美元/桶，2018 年预测值由 55 美元/桶上调至 58 美元/桶。另外，宏观研究团队预测 2017 年底美元兑人民币即期汇率为 7.5，2018 年底为 7.8（我们之前进行盈利预测分别采用 7.25 和 7.4）。

我们根据最新的油价和人民币汇率调整对于公司的盈利预测。2017-18 年的经营利润预测分别下调 10.1% 和 7.0%，以反映上升的油价。此外，我们根据最新的美元对人民币汇率预测调整了汇兑损失预测。对于 2017-18 年净资产收益率的预测分别下调 4 个百分点和 1.8 个百分点至 9.0% 和 10.4%。

图表 15. 盈利预测变动(2016-18E)

(人民币, 百万)	2016E	2017E	2018E
营业收入	114,100	128,788	141,079
经营利润	14,939	11,630	11,320
净财务成本	(2,135)	(2,111)	(2,134)
汇兑损益	(3,758)	(3,705)	(1,863)
净利润	6,314	4,136	5,154
净资产收益率	15.1	9.0	10.4
调整前			
营业收入	114,169	127,378	140,193
经营利润	14,961	12,938	12,177
净财务成本	(2,134)	(2,080)	(2,060)
汇兑损益	(3,758)	(2,117)	(1,008)
净利润	6,330	6,102	6,351
净资产收益率	15.1	13.0	12.2
变动值(%)			
营业收入	(0.1)	1.1	0.6
经营利润	(0.1)	(10.1)	(7.0)
净财务成本	0.1	1.5	3.6
汇兑损益	0.0	75.0	84.8
净利润	(0.2)	(32.2)	(18.8)
净资产收益率	(0.03)个百分点	(4.00)个百分点	(1.83)个百分点

资料来源: 中银国际研究预测

敏感性分析

敏感性分析反映了油价及人民币汇率的变动（基于我们的假设）对于净利润和净资产收益率的影响。

图表 16. 敏感性分析

	2017E		净资产收益率 变动(百分点)	2018E		净资产收益率 变动(百分点)
	人民币, 百万	净利润 %		人民币 百万	净利润 %	
人民币贬值 1%	(438)	(10.6)	(0.9)	(286)	(5.5)	(0.5)
国际油价上升 1 美元	(417)	(10.1)	(0.9)	(487)	(9.4)	(0.9)

资料来源: 中银国际研究预测

损益表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	108,313	111,467	113,863	128,520	140,786
销售成本	(84,419)	(79,752)	(81,357)	(98,217)	(109,801)
经营费用	(10,529)	(9,835)	(8,543)	(8,387)	(8,242)
息税折旧前利润	2,445	9,976	11,160	8,255	8,009
折旧及摊销	(10,920)	(11,904)	(12,803)	(13,661)	(14,734)
经营利润(息税前利润)	13,365	21,880	23,963	21,916	22,743
净利息收入/(费用)	(1,975)	(2,124)	(2,332)	(2,306)	(2,331)
其他收益/(损失)	2,625	(1,511)	1,203	728	2,593
税前利润	3,095	6,341	10,031	6,678	8,271
所得税	(677)	(1,355)	(2,248)	(1,432)	(1,814)
少数股东权益	(645)	(1,135)	(1,454)	(952)	(1,187)
净利润	1,773	3,851	6,330	4,293	5,271
核心净利润	1,773	3,851	6,330	4,293	5,271
每股收益(人民币)	0.181	0.392	0.645	0.437	0.537
核心每股收益(人民币)	0.181	0.392	0.645	0.437	0.537
每股股息(人民币)	0.040	0.080	0.135	0.089	0.111
收入增长(%)	10	3	2	13	10
息税前利润增长(%)	848	308	12	(26)	(3)
息税折旧前利润增长(%)	38	64	10	(9)	4
每股收益增长(%)	(6)	117	64	(32)	23
核心每股收益增长(%)	(6)	117	64	(32)	23

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	3,095	6,341	10,031	6,678	8,271
折旧与摊销	10,920	11,904	12,803	13,661	14,734
净利息费用	1,975	2,124	2,332	2,306	2,331
运营资本变动	98	2,220	777	599	1,097
税金	(677)	(1,355)	(2,248)	(1,432)	(1,814)
其他经营现金流	(196)	4,565	2,258	2,367	666
经营活动产生的现金流	15,215	25,799	25,953	24,178	25,285
购买固定资产净值	(8,232)	(11,757)	(10,856)	(16,856)	(15,713)
投资减少/增加	954	3,087	797	777	787
其他投资现金流	360	313	3,669	6,854	7,316
投资活动产生的现金流	(6,918)	(8,357)	(6,391)	(9,225)	(7,611)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,899	(27,927)	(4,008)	43	(3,162)
支付股息	(2,929)	(3,072)	(3,662)	(3,176)	(3,415)
其他融资现金流	(1,556)	972	(8,631)	(9,331)	(10,040)
融资活动产生的现金流	(2,586)	(30,027)	(16,301)	(12,464)	(16,617)
现金变动	5,711	(12,585)	3,261	2,488	1,057
期初现金	12,170	17,868	5,321	8,582	11,070
公司自由现金流	8,624	17,664	19,736	15,178	17,921
权益自由现金流	8,616	(12,184)	13,688	13,151	12,647

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	18,306	5,444	8,582	11,070	12,127
应收帐款	5,179	4,202	4,183	4,408	4,586
库存	1,661	1,606	1,536	1,508	1,462
其他流动资产	2,694	3,166	3,166	3,166	3,165
流动资产总计	27,840	14,418	17,467	20,152	21,341
固定资产	134,001	142,454	143,028	150,440	155,824
无形资产	2,544	2,889	3,118	3,433	3,743
其他长期资产	25,312	26,489	29,240	28,923	30,136
长期资产总计	161,857	171,832	175,386	182,796	189,703
总资产	189,697	186,250	192,853	202,948	211,044
应付帐款	11,222	12,848	12,967	13,405	13,703
短期债务	16,344	34,614	33,306	33,969	33,211
其他流动负债	26,520	18,074	17,445	17,470	16,964
流动负债总计	54,086	65,536	63,719	64,844	63,877
长期借款	87,608	67,187	68,768	73,418	76,631
其他长期负债	3,729	3,954	3,783	3,496	3,613
股本	9,818	9,818	9,818	9,818	9,818
储备	25,736	29,148	34,704	38,358	42,904
股东权益	35,554	38,966	44,522	48,176	52,722
少数股东权益	8,720	10,607	12,061	13,013	14,200
总负债及权益	189,697	186,250	192,853	202,948	211,044
每股帐面价值(人民币)	3.62	3.97	4.53	4.91	5.37
每股有形资产(人民币)	3.36	3.67	4.22	4.56	4.99
每股净负债/(现金)(人民币)	8.77	9.83	9.52	9.81	9.95

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A股

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.3	19.6	21.0	17.1	16.2
息税前利润率(%)	2.3	8.9	9.8	6.4	5.7
税前利润率(%)	2.9	5.7	8.8	5.2	5.9
净利率(%)	1.6	3.5	5.6	3.3	3.7
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
利息覆盖率(倍)	1.0	4.2	4.4	3.2	3.0
净权益负债率(%)	194.4	194.6	165.2	157.4	146.0
速动比率(倍)	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	40.3	18.6	11.3	16.6	13.6
核心业务市盈率(倍)	40.3	18.6	11.3	16.6	13.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	42.1	19.4	11.8	17.4	14.2
市净率(倍)	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	4.7	2.8	2.8	3.0	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	8.0	7.2	8.0	7.8
周转率					
存货周转天数	7.2	7.5	7.0	5.7	4.9
应收帐款周转天数	15.7	15.4	13.4	12.2	11.7
应付帐款周转天数	37.5	39.4	41.4	37.4	35.1
回报率					
股息支付率(%)	22.1	20.4	21.0	20.3	20.6
净资产收益率(%)	5.1	10.3	15.2	9.3	10.4
资产收益率(%)	1.1	4.2	4.6	3.3	3.0
已运用资本收益率(%)	2.0	6.8	7.3	5.2	4.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	108,584	111,652	114,100	128,788	141,079
销售成本	(85,176)	(80,355)	(82,225)	(99,230)	(110,921)
经营费用	(10,178)	(9,440)	(8,187)	(8,026)	(7,881)
息税折旧前利润	2,558	10,160	11,063	8,063	7,751
折旧及摊销	(10,672)	(11,697)	(12,625)	(13,468)	(14,526)
经营利润(息税前利润)	13,230	21,857	23,689	21,531	22,277
净利息收入/(费用)	(1,817)	(1,935)	(2,135)	(2,111)	(2,134)
其他收益/(损失)	2,325	(2,107)	929	465	2,408
税前利润	3,066	6,118	9,857	6,417	8,025
所得税	(668)	(1,300)	(2,157)	(1,374)	(1,740)
少数股东权益	(621)	(1,082)	(1,386)	(908)	(1,131)
净利润	1,777	3,736	6,314	4,136	5,154
核心净利润	1,777	3,736	6,314	4,136	5,154
每股收益(人民币)	0.181	0.381	0.643	0.421	0.525
核心每股收益(人民币)	0.181	0.381	0.643	0.421	0.525
每股股息(人民币)	0.04	0.08	0.135	0.089	0.111
收入增长(%)	10	3	2	13	10
息税前利润增长(%)	858	297	9	(27)	(4)
息税折旧前利润增长(%)	40	65	8	(9)	3
每股收益增长(%)	(11)	110	69	(35)	25
核心每股收益增长(%)	(11)	110	69	(35)	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	3,066	6,118	9,857	6,417	8,025
折旧与摊销	10,672	11,697	12,625	13,468	14,526
净利息费用	1,817	1,935	2,135	2,111	2,134
运营资本变动	315	3,246	620	1,896	1,551
税金	(625)	(2,162)	(2,157)	(1,374)	(1,740)
其他经营现金流	42	4,934	2,899	3,020	1,121
经营活动产生的现金流	15,287	25,768	25,980	25,538	25,616
购买固定资产净值	(9,306)	(12,248)	(10,856)	(16,856)	(15,713)
投资减少/增加	(1,675)	2,918	364	210	157
其他投资现金流	1,135	2,326	3,315	6,844	7,980
投资活动产生的现金流	(9,846)	(7,004)	(7,177)	(9,802)	(7,576)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	4,362	(20,042)	(3,794)	(629)	(3,989)
支付股息	(521)	(416)	(815)	(1,349)	(895)
其他融资现金流	(5,603)	(9,198)	(10,767)	(11,442)	(12,173)
融资活动产生的现金流	(1,762)	(29,656)	(15,376)	(13,420)	(17,057)
现金变动	3,679	(10,892)	3,427	2,316	983
期初现金	11,748	15,414	4,560	7,987	10,303
公司自由现金流	5,801	19,077	19,002	15,993	18,322
权益自由现金流	8,172	(3,239)	12,873	12,995	11,918

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	15,852	4,683	8,110	10,426	11,409
应收帐款	2,683	2,580	2,589	2,830	3,024
库存	1,661	1,606	1,536	1,508	1,462
其他流动资产	7,345	5,244	5,207	5,170	5,134
流动资产总计	27,541	14,113	17,442	19,934	21,029
固定资产	153,800	162,303	164,749	171,190	177,023
无形资产	2,349	2,637	2,846	3,134	3,416
其他长期资产	5,998	6,936	7,781	8,419	9,157
长期资产总计	162,147	171,876	175,376	182,742	189,597
总资产	189,688	185,989	192,819	202,677	210,626
应付帐款	1,657	2,500	2,433	2,652	2,858
短期债务	26,971	36,418	34,311	34,479	32,411
其他流动负债	25,458	26,617	27,119	28,738	30,057
流动负债总计	54,086	65,535	63,862	65,869	65,326
长期借款	85,985	65,292	66,854	71,100	73,881
其他长期负债	5,124	5,538	5,564	5,455	5,752
股本	9,818	9,818	9,818	9,818	9,818
储备	25,930	29,227	34,756	37,562	41,845
股东权益	35,748	39,045	44,574	47,380	51,663
少数股东权益	8,745	10,579	11,965	12,873	14,004
总负债及权益	189,688	185,989	192,819	202,677	210,626
每股帐面价值(人民币)	3.64	3.98	4.54	4.83	5.26
每股有形资产(人民币)	3.4	3.71	4.25	4.51	4.91
每股净负债/(现金)(人民币)	9.94	9.9	9.49	9.7	9.68

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-H股

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.2	19.6	20.8	16.7	15.8
息税前利润率(%)	2.4	9.1	9.7	6.3	5.5
税前利润率(%)	2.8	5.5	8.6	5	5.7
净利率(%)	1.6	3.3	5.5	3.2	3.7
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
利息覆盖率(倍)	1.2	4.6	4.7	3.4	3.2
净权益负债率(%)	219.2	195.8	164.8	158.1	144.7
速动比率(倍)	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	20.9	10	5.9	9	7.2
核心业务市盈率(倍)	20.9	10	5.9	9	7.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	22.6	10.8	6.4	9.7	7.8
市净率(倍)	1	1	0.8	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	2.4	1.4	1.4	1.5	1.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	6.5	5.8	6.5	6.3
周转率					
存货周转天数	7.1	7.4	7	5.6	4.9
应收帐款周转天数	8.2	8.6	8.3	7.7	7.6
应付帐款周转天数	5.1	6.8	7.9	7.2	7.1
回报率					
股息支付率(%)	22.1	21	21.1	21.1	21.1
净资产收益率(%)	5.1	10	15.1	9	10.4
资产收益率(%)	1.1	4.3	4.6	3.2	2.9
已运用资本收益率(%)	2	6.7	7.3	5.1	4.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371