

股票代码	600115.CH	0670.HK
评级	持有	买入
原评级	买入	买入
收盘价	人民币 6.88	港币 3.70
目标价	人民币 7.30	港币 4.10
上/下浮比例	+6%	+11%
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

东方航空

12月经营数据延续强劲

东方航空公布12月经营数据强劲，符合我们的预期。我们调整了盈利预测，主要是为了反映对国际油价、人民币汇率的最新预测及处置全资子公司中国东方航空物流有限公司的影响。总体而言，我们分别将公司2017和2018年净资产收益率下调了1.1和1.2个百分点至13.2%和11.0%。我们维持对H股和A股的目标价。维持对H股的买入评级，但由于上升空间有限将A股评级下调为持有。

支撑评级的要点

- 2016年12月和全年收入客公里（RPK）同比分别增长17.2%和14.5%，基本符合我们的预期。2016年12月公司航班客座率维持在较高水平。
- 由于2016年12月数据符合预期，我们总体仍维持客运收入预测。
- 我们分别将2017和2018年经营利润预测下调9.0%和2.3%，以反映油价预测的更新。我们还调整了公司的兑汇亏损预测，以反映美元对人民币的最新汇率预期。得益于处置东方航空物流有限公司的19.495亿人民币税前一次性收益，2017年净利润预计将维持高位。2017和2018年净资产收益率预测分别下调1.1和1.2个百分点至13.2%和11.0%。

评级面临的主要风险

- 人民币进一步贬值；国际油价上涨。

估值

- 尽管在没有一次性收益的情况下2017年净资产收益率预测要比现在低2.7个百分点，但我们的2018年经常性净资产收益率预测仅小幅下调了1.2个百分点。同时，由于营收增长预期基本不变，我们根据市净率-净资产收益率模型，仍维持H股4.10港币的目标价，对应1.1倍2017年预期市净率，接近1.05倍的5年期平均水平。基于A-H股溢价，我们将A股目标价仍维持在7.30人民币。
- 鉴于估值和经营数据强劲，我们维持对H股的**买入**评级；但由于上升空间有限，我们将A股评级下调为**持有**。

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)	89,746	93,844	97,846	106,574	118,058
变动(%)	2	5	4	9	11
净利润(人民币百万)	3,417	4,541	5,957	6,243	5,789
全面摊薄每股收益(人民币)	0.270	0.346	0.412	0.323	0.400
变动(%)	43.8	28.2	19.2	(21.5)	23.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.457	0.372	0.429
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.412	0.472	0.455
调整幅度(%)	-	-	(0.1)	(31.6)	(12.1)
核心每股收益(人民币)	0.270	0.346	0.412	0.323	0.400
变动(%)	43.8	28.2	19.2	(21.5)	23.9
全面摊薄市盈率(倍)	25.5	19.9	16.7	21.3	17.2
核心市盈率(倍)	25.5	19.9	16.7	21.3	17.2
每股现金流量(人民币)	0.97	1.90	1.76	1.88	1.93
价格/每股现金流量(倍)	7.1	3.6	3.9	3.7	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.9	9.8	8.6	9.1	8.7
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.082	0.087	0.080
股息率(%)	0.0	0.0	1.2	1.3	1.2

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
绝对	(2.7)	11.3	9.9	31.3
相对新华富时A50指数	(4.8)	1.4	4.2	22.0

发行股数(百万)	14,467
流通股(%)	26
流通股市值(人民币百万)	67,482
3个月日均交易额(人民币百万)	770
净负债率(%) (2016E)	257
主要股东(%)	
东航集团	56

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2017年1月17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

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 Eastern Airlines – Extended strength in December operating data》的中文译本，英文原稿已于2017年1月18日出版

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	4.2	8.5	2.2	(2.1)
相对恒生中国企业指数	1.0	6.1	0.5	(19.9)
发行股数(百万)				14,467
流通股(%)				34
流通股市值(人民币百万)				17,239
3个月日均交易额(人民币百万)				49
净负债率(%) (2016E)				257
主要股东(%)				
东航集团				56

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2017年1月17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)	90,185	93,969	97,944	106,681	118,176
变动(%)	2	4	4	9	11
净利润(人民币百万)	3,410	4,537	5,967	6,268	5,794
全面摊薄每股收益(人民币)	0.269	0.345	0.412	0.325	0.401
变动(%)	43.7	28.3	19.4	(21.3)	23.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.470	0.380	0.424
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.413	0.472	0.455
调整幅度(%)	-	-	(0.1)	(31.1)	(11.9)
核心每股收益(人民币)	0.269	0.345	0.412	0.325	0.401
变动(%)	43.7	28.3	19.4	(21.3)	23.4
全面摊薄市盈率(倍)	12.2	9.5	8.0	10.1	8.2
核心市盈率(倍)	12.2	9.5	8.0	10.1	8.2
每股现金流量(人民币)	0.98	1.90	1.76	1.88	1.93
价格/每股现金流量(倍)	3.4	1.7	1.9	1.7	1.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.7	8.5	8.0	8.4	8.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.082	0.087	0.080
股息率(%)	0.0	0.0	2.5	2.6	2.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

经营数据依然强劲

东方航空公告2016年12月和全年经营数据强劲：

- 2016年12月和全年总RPK分别同比增长17.2%和14.5%，基本符合我们的预测。
- 12月公司的国内、区域和国际航班客座率同比上升，以客座率来看公司12月的表现是过去5年来最好的。

图表1. 东方航空可用座公里(ASK)、收入客公里(RPK)和收费吨公里(RTK)

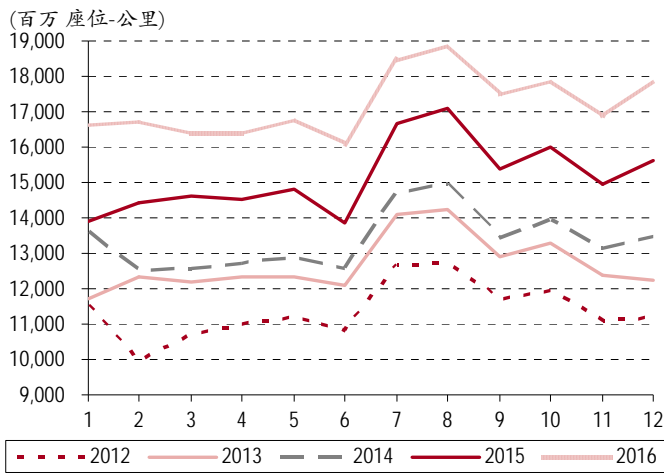
	16年12月	同比(%)	2016	同比(%)
总ASK(百万座位-公里)	17,839.8	14.3	206,249.3	13.5
-国内	10,948.2	9.3	129,456.3	7.0
-国际	6,416.7	25.1	71,180.9	28.8
-区域	474.9	1.2	5,612.2	1.9
总RPK(百万人-公里)	14,064.5	17.2	167,523.2	14.5
-国内	8,671.8	12.2	106,356.2	8.2
-国际	5,020.2	28.2	56,820.3	29.6
-区域	372.5	6.3	4,346.6	3.8
总RTK-货运(百万吨)	454.9	1.4	4,875.0	0.2
-国内	91.3	(1.2)	963.3	1.6
-国际	351.6	2.0	3,786.0	(0.1)
-区域	12.0	3.2	125.6	(0.4)

资料来源：公司数据

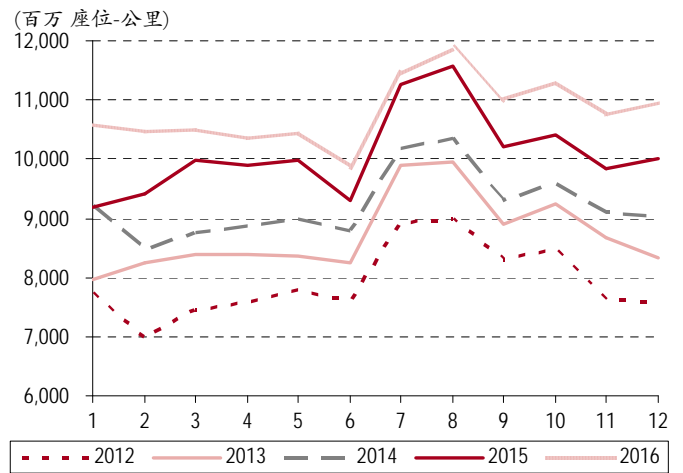
图表 2. 东方航空的座位利用率

	16年12月同比(百分点)		2016同比(百分点)	
	16年12月	同比	2016	同比
载客率 (%)	78.8	2.0	81.2	0.7
-国内	79.2	2.0	82.2	0.9
-国际	78.2	1.9	79.8	0.5
-区域	78.5	3.7	77.5	1.4
货物和邮件载货率 (%)	55.0	(0.9)	51.6	(3.4)
-国内	47.3	0.3	43.4	2.8
-国际	57.7	(1.6)	54.5	(6.4)
-区域	48.7	1.8	46.5	1.7

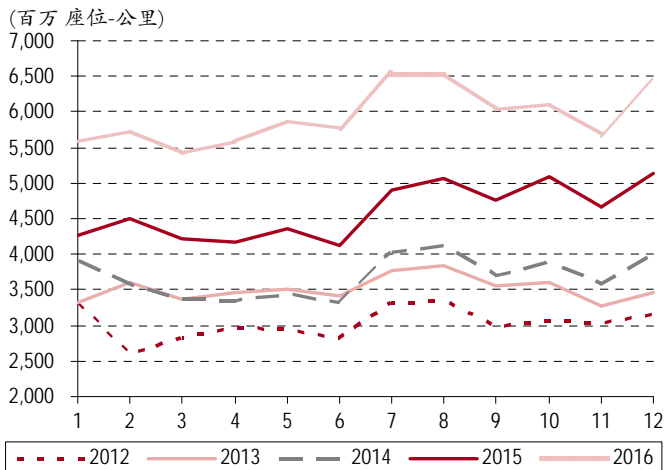
资料来源: 公司数据

可用座公里(ASK)
图表 3. 东方航空总 ASK


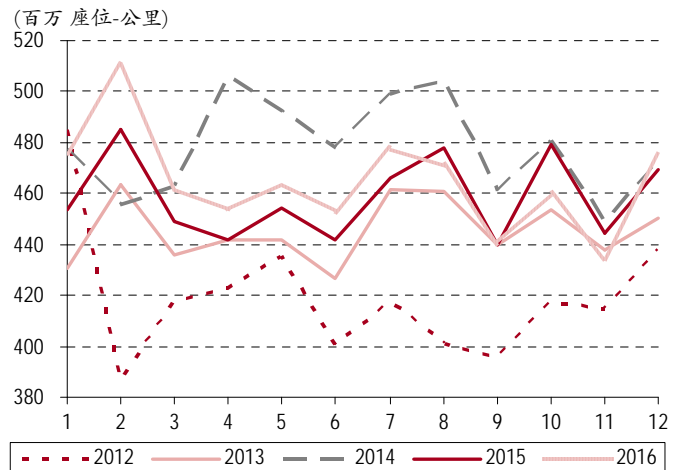
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 东方航空国内 ASK


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 5. 东方航空国际 ASK


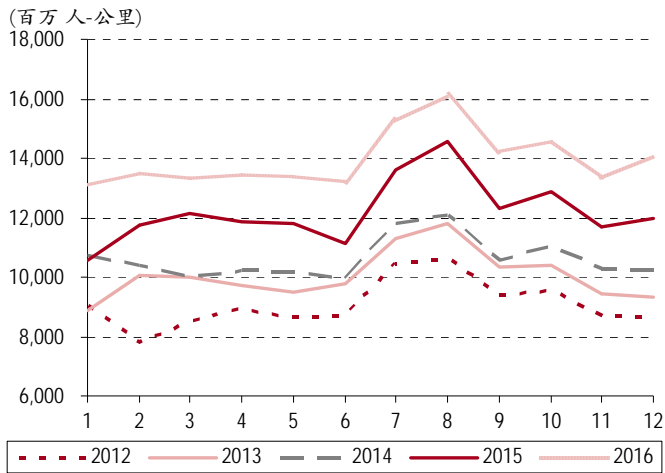
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 6. 东方航空地区 ASK


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

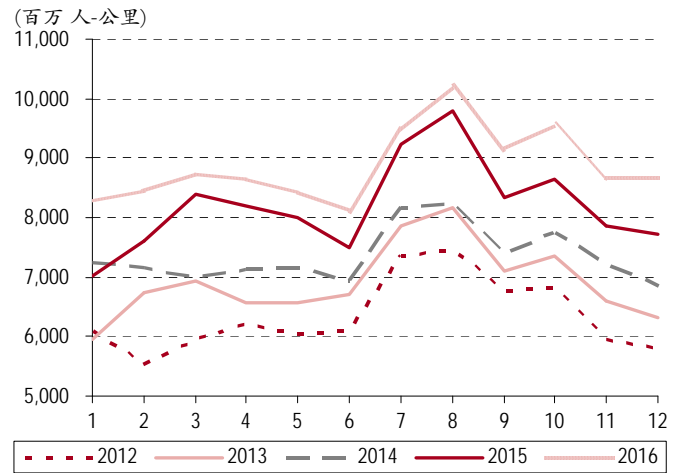
收入客公里(RPK)

图表 7. 东方航空总 RPK



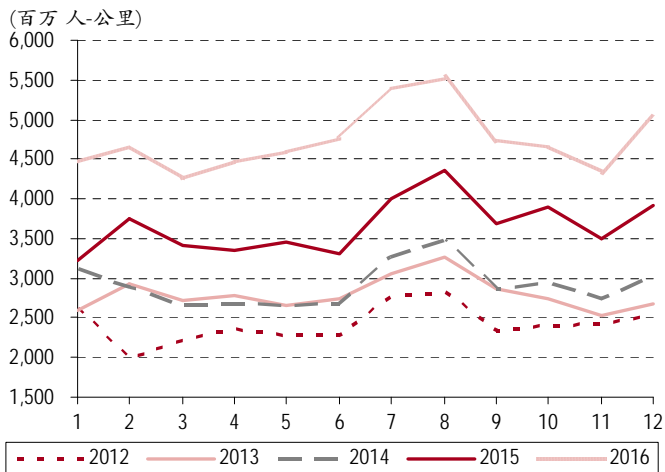
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 东方航空国内 RPK



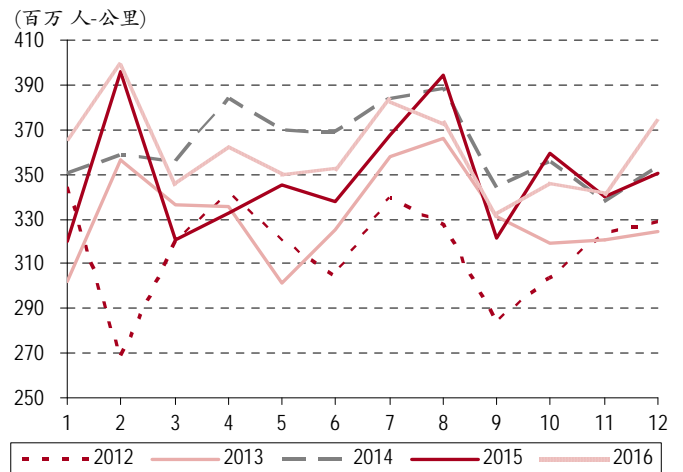
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 9. 东方航空国际 RPK



资料来源：公司数据，中银国际研究

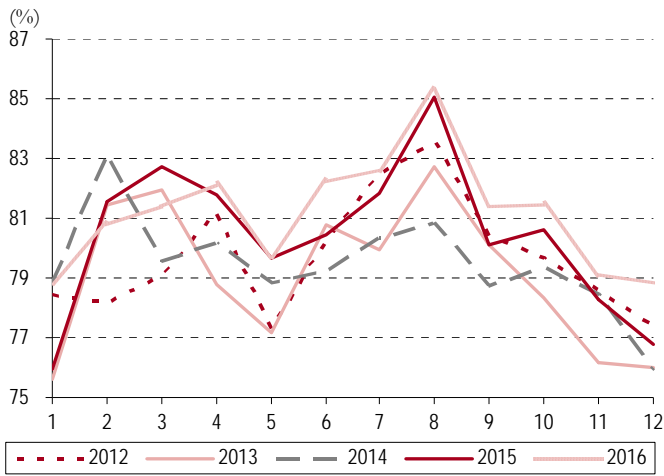
图表 10. 东方航空地区 RPK



资料来源：公司数据，中银国际研究

載客率

图表 11. 东方航空载客率



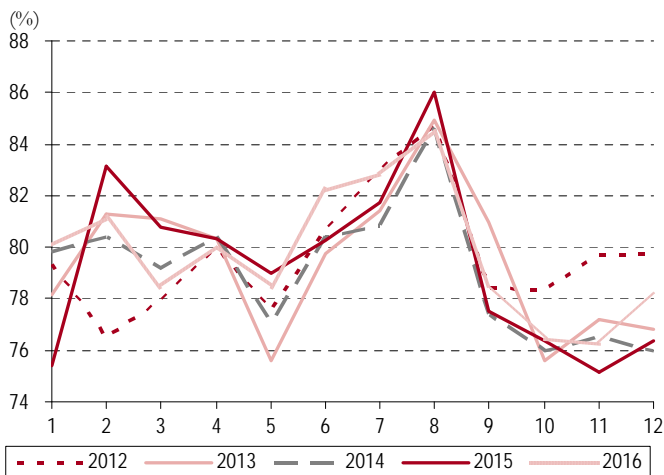
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 12. 东方航空国内载客率



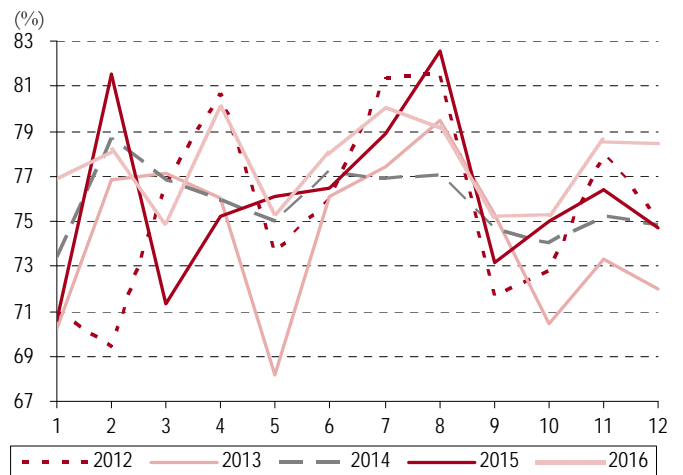
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 13. 东方航空国际载客率



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 14. 东方航空地区载客率



资料来源：公司数据，中银国际研究

预测变动

近期，中银国际研究团队更新了油价和人民币汇率预测，这促使我们对东方航空股份的盈利预测做出调整。我们的能源研究小组分别将 2017 和 18 年布伦特原油均价预测分别由 51 美元/桶和 55 美元/桶上调至 57 美元/桶和 58 美元/桶。另一方面，我们的宏观研究团队预测至 2017 和 18 年底美元对人民币现货汇率分别为 7.5 和 7.8，而此前分别为 7.25 和 7.40。

同时，对全资子公司东方航空物流有限公司的处置交易于 1 月 17 日在特别股东大会上获股东投票通过。东方航空物流有限公司主要经营 9 架货运飞机和其他物流业务。购买方为东方航空的控股股东中国东方航空集团公司。对价为现金 23.42 亿人民币，对应 11 倍 2015 年市盈率。2015 年东方航空物流贡献东方航空股份营收和净利润的 6.5% 和 3.5%。2017 年东方航空股份将因为该处置交易录得 19.495 亿人民币的一次性税前收益。我们对航空货运市场并不感到乐观，我们认为处置交易利好东方航空。

我们下调了盈利预测，以反映对国际油价、人民币汇率以及处置东方航空物流的最新预期。我们的2016-18年客运收入预测基本不变；我们小幅下调了2017和18年总营收预测，以反映处置东方航空物流的影响。2017和18年经营利润预测分别下调了9.0%和2.3%，以反映最新的油价预测。另一方面，我们调整了兑汇亏损预测以反映美元对人民币汇率预期。受益于处置东方航空物流的19.495亿人民币一次性税前收益，2017年净利润预计将维持高位。此外，我们将2017和18年净资产收益率预测分别下调了1.1和1.2个百分点至13.2%和11.0%。

图表 15. 盈利预测变动

(人民币, 百万)	2016E	2017E	2018E
营业收入	97,944	106,681	118,176
经营利润	13,978	12,935	13,516
净财务成本	(2,372)	(2,896)	(3,359)
兑汇收益/亏损	(3,476)	(3,420)	(1,754)
净利润	5,967	6,268	5,794
净资产收益率(%)	14.5	13.2	11.0
之前			
营业收入	96,850	109,270	120,719
经营利润	13,985	14,214	13,837
净财务成本	(2,370)	(2,894)	(3,359)
兑汇收益/亏损	(3,475)	(1,924)	(906)
净利润	5,973	6,822	6,577
净资产收益率(%)	14.5	14.2	12.2
变动(%)			
营业收入	1.1	(2.4)	(2.1)
经营利润	(0.1)	(9.0)	(2.3)
净财务成本	0.1	0.1	0.0
兑汇收益/亏损	0.0	77.8	93.6
净利润	(0.1)	(8.1)	(11.9)
净资产收益率(%)	0.0个百分点	(1.1)个百分点	(1.2)个百分点

资料来源: 中银国际研究预测

敏感性分析

我们的敏感性分析显示了布伦特原油价格和人民币汇率变动（相对我们的预期）对公司净利润和净资产收益率的影响。

图表 16. 对东方航空盈利和净资产收益率的敏感性分析

	2017E			2018E		
	人民币, 百万	净利润 %	净资产收益率变动 (百分点)	人民币, 百万	净利润 %	净资产收益率变动 (百分点)
人民币贬值 1%	(384)	(6.1)	(0.8)	(210)	(3.6)	(0.3)
布伦特原油价格上涨 1 美元	(304)	(4.9)	(0.6)	(358)	(6.2)	(0.6)

资料来源: 中银国际研究预测

估值及评级；A 股评级下调至持有

尽管在没有一次性收益的情况下2017年净资产收益率预测要比现在低2.7个百分点，但我们的2018年经常性净资产收益率预测仅小幅下调了1.2个百分点。同时，由于营收增长预期基本不变，我们根据市净率-净资产收益率模型，仍维持H股4.10港币的目标价，对应1.1倍2017年预期市净率，接近1.05倍的5年期平均水平。基于A-H股溢价，我们将A股目标价仍维持在7.30人民币。

鉴于估值和经营数据强劲，我们维持对H股的**买入**评级；但由于上升空间有限，我们将A股评级下调为**持有**。

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	89,746	93,844	97,846	106,574	118,058
销售成本	(70,594)	(67,085)	(68,254)	(76,395)	(85,680)
经营费用	(8,239)	(9,050)	(8,421)	(8,409)	(8,493)
息税折旧前利润	1,733	7,242	8,965	7,830	8,313
折旧及摊销	(9,180)	(10,467)	(12,207)	(13,940)	(15,571)
经营利润(息税前利润)	10,913	17,709	21,171	21,770	23,884
净利息收入(费用)	(2,083)	(2,282)	(2,502)	(3,037)	(3,473)
其他收益/(损失)	4,470	711	1,832	3,933	3,737
税前利润	4,120	5,671	8,294	8,726	8,577
所得税	(573)	(624)	(1,595)	(1,701)	(2,022)
少数股东权益	(130)	(506)	(741)	(781)	(766)
净利润	3,417	4,541	5,957	6,243	5,789
核心净利润	3,417	4,541	5,957	4,674	5,789
每股收益(人民币)	0.27	0.346	0.412	0.432	0.4
核心每股收益(人民币)	0.27	0.346	0.412	0.323	0.4
每股股息(人民币)	0	0	0.082	0.087	0.08
收入增长(%)	2	5	4	9	11
息税前利润增长(%)	(211)	318	24	(13)	6
息税折旧前利润增长(%)	64	62	20	3	10
每股收益增长(%)	44	28	19	5	(7)
核心每股收益增长(%)	44	28	19	(22)	24

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	4,120	5,671	8,294	8,726	8,577
折旧与摊销	9,180	10,467	12,207	13,940	15,571
净利息费用	2,083	2,282	2,502	3,037	3,473
运营资本变动	(2,132)	1,334	(515)	(89)	648
税金	(573)	(624)	(1,595)	(1,701)	(2,022)
其他经营现金流	(331)	5,287	3,364	3,303	1,639
经营活动产生的现金流	12,347	24,417	24,258	27,216	27,885
购买固定资产净值	(25,895)	(33,573)	(31,087)	(32,395)	(27,368)
投资减少/增加	1,876	5,155	4,156	4,321	3,652
其他投资现金流	(109)	526	(3,036)	3,958	5,335
投资活动产生的现金流	(24,128)	(27,892)	(29,968)	(24,116)	(18,381)
净增权益	0	2,855	8,540	0	0
净增债务	16,374	17,681	2,033	(1,726)	(5,050)
支付股息	(21)	(38)	(794)	(514)	(1,311)
其他融资现金流	(5,241)	(9,415)	(2,450)	(2,959)	(3,420)
融资活动产生的现金流	11,112	11,083	7,330	(5,199)	(9,781)
现金变动	(669)	7,608	1,620	(2,099)	(277)
期初现金	2,039	1,355	9,080	10,774	8,748
公司自由现金流	(11,781)	(3,475)	(5,710)	3,100	9,505
权益自由现金流	2,599	11,141	(6,127)	(1,585)	1,034

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	1,393	9,115	10,774	8,748	8,509
应收帐款	3,862	2,867	2,981	3,284	3,654
库存	2,259	2,056	2,256	2,484	2,696
其他流动资产	10,729	9,040	9,390	10,306	11,304
流动资产总计	18,243	23,078	25,401	24,822	26,164
固定资产	107,278	131,430	149,879	167,085	176,962
无形资产	11,464	11,374	11,520	11,514	11,490
其他长期资产	26,557	29,827	32,597	35,756	38,455
长期资产总计	145,299	172,631	193,996	214,355	226,907
总资产	163,542	195,709	219,397	239,177	253,071
应付帐款	11,147	9,810	10,086	10,524	11,083
短期债务	19,043	13,382	6,074	6,691	7,445
其他流动负债	30,937	51,192	61,441	62,379	61,665
流动负债总计	61,127	74,384	77,601	79,594	80,193
长期借款	68,230	78,534	86,972	98,085	105,940
其他长期负债	4,698	5,140	8,897	8,905	9,111
股本	12,674	13,140	14,467	14,467	14,467
储备	15,022	21,997	28,255	34,197	38,723
股东权益	27,696	35,137	42,722	48,664	53,190
少数股东权益	1,791	2,514	3,206	3,928	4,637
总负债及权益	163,542	195,709	219,397	239,177	253,071
每股帐面价值(人民币)	2.19	2.67	2.95	3.36	3.68
每股有形资产(人民币)	1.28	1.81	2.16	2.57	2.88
每股净负债/(现金)(人民币)	6.78	6.3	5.69	6.64	7.25

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(%)	12.2	18.9	21.6	20.4	20.2
息税前利润率(%)	1.9	7.7	9.2	7.3	7
税前利润率(%)	4.6	6	8.5	8.2	7.3
净利率(%)	3.8	4.8	6.1	5.9	4.9
流动性					
流动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
利息覆盖率(倍)	0.8	3.1	3.5	2.5	2.4
净权益负债率(%)	291.4	220	179.1	182.6	181.4
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	25.5	19.9	16.7	15.9	17.2
核心业务市盈率(倍)	25.5	19.9	16.7	21.3	17.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	27.1	21.1	17.7	22.6	18.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.1	2.6	2.3	2	1.9
价格/现金流(倍)	7.1	3.6	3.9	3.7	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.9	9.8	8.6	9.1	8.7
周转率					
存货周转天数	11.8	11.7	11.5	11.3	11
应收帐款周转天数	15	13.1	10.9	10.7	10.7
应付帐款周转天数	48.2	40.8	37.1	35.3	33.4
回报率					
股息支付率(%)	0	0	20	20.1	20
净资产收益率(%)	13.1	14.5	15.3	13.7	11.4
资产收益率(%)	1	3.6	3.5	2.7	2.6
已运用资本收益率(%)	1.8	5.9	6.7	5.3	5.1

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	90,185	93,969	97,944	106,681	118,176
销售成本	(69,316)	(66,704)	(67,432)	(75,185)	(84,010)
经营费用	(9,070)	(9,154)	(8,998)	(9,346)	(9,865)
息税折旧前利润	2,362	7,350	9,063	7,937	8,431
折旧及摊销	(9,437)	(10,761)	(12,452)	(14,213)	(15,870)
经营利润(息税前利润)	11,799	18,111	21,514	22,150	24,301
净利息收入/(费用)	(1,869)	(2,123)	(2,372)	(2,896)	(3,359)
其他收益/(损失)	3,620	440	1,612	3,709	3,510
税前利润	4,113	5,667	8,303	8,750	8,583
所得税	(573)	(624)	(1,595)	(1,701)	(2,022)
少数股东权益	(130)	(506)	(741)	(781)	(766)
净利润	3,410	4,537	5,967	6,268	5,794
核心净利润	3,410	4,537	5,967	4,697	5,794
每股收益(人民币)	0.269	0.345	0.412	0.433	0.401
核心每股收益(人民币)	0.269	0.345	0.412	0.325	0.401
每股股息(人民币)	0	0	0.082	0.087	0.08
收入增长(%)	2	4	4	9	11
息税前利润增长(%)	(302)	211	23	(12)	6
息税折旧前利润增长(%)	65	53	19	3	10
每股收益增长(%)	44	28	19	5	(8)
核心每股收益增长(%)	44	28	19	(21)	23

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	4,113	5,667	8,303	8,750	8,583
折旧与摊销	9,437	10,761	12,452	14,213	15,870
净利息费用	1,869	2,123	2,372	2,896	3,359
运营资本变动	102	1,915	(445)	(30)	692
税金	(471)	(1,210)	(1,595)	(1,701)	(2,022)
其他经营现金流	(2,679)	5,161	3,171	3,089	1,404
经营活动产生的现金流	12,371	24,417	24,258	27,216	27,885
购买固定资产净值	(25,707)	(33,381)	(31,087)	(32,395)	(27,368)
投资减少/增加	2,115	5,571	4,174	4,349	3,674
其他投资现金流	(516)	(82)	(3,054)	3,930	5,313
投资活动产生的现金流	(24,108)	(27,892)	(29,968)	(24,116)	(18,381)
净增权益	0	2,855	8,540	0	0
净增债务	16,373	17,681	2,033	(1,726)	(5,050)
支付股息	(20)	(38)	(794)	(514)	(1,311)
其他融资现金流	(5,241)	(9,415)	(2,450)	(2,959)	(3,420)
融资活动产生的现金流	11,112	11,083	7,330	(5,199)	(9,781)
现金变动	(625)	7,608	1,620	(2,099)	(277)
期初现金	1,995	1,355	9,080	10,774	8,748
公司自由现金流	(11,737)	(3,475)	(5,710)	3,100	9,505
权益自由现金流	2,642	11,141	(6,127)	(1,585)	1,034

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	1,393	9,115	10,809	8,783	8,544
应收帐款	3,862	2,867	2,981	3,284	3,654
库存	2,259	2,056	2,256	2,484	2,696
其他流动资产	10,729	9,040	9,355	10,271	11,269
流动资产总计	18,243	23,078	25,401	24,822	26,164
固定资产	109,439	133,242	151,865	168,984	178,905
无形资产	11,500	11,522	11,520	11,514	11,490
其他长期资产	26,647	30,150	32,597	35,756	38,455
长期资产总计	147,586	174,914	195,982	216,254	228,850
总资产	165,829	197,992	221,383	241,076	255,014
应付帐款	2,083	3,712	3,662	3,934	4,070
短期债务	33,272	44,323	47,062	47,654	46,097
其他流动负债	25,775	26,352	26,877	28,006	30,026
流动负债总计	61,130	74,387	77,601	79,594	80,193
长期借款	64,612	74,788	86,972	98,085	105,940
其他长期负债	8,316	8,886	8,897	8,905	9,111
股本	12,674	13,140	14,467	14,467	14,467
储备	17,300	24,271	30,241	36,097	40,666
股东权益	29,974	37,411	44,708	50,564	55,133
少数股东权益	1,797	2,520	3,206	3,928	4,637
总负债及权益	165,829	197,992	221,383	241,076	255,014
每股帐面价值(人民币)	2.36	2.85	3.09	3.5	3.81
每股有形资产(人民币)	1.46	1.97	2.29	2.7	3.02
每股净负债/(现金)(人民币)	7.62	8.37	8.52	9.47	9.92

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(%)	13.1	19.3	22	20.8	20.6
息税前利润率(%)	2.6	7.8	9.3	7.4	7.1
税前利润率(%)	4.6	6	8.5	8.2	7.3
净利率(%)	3.8	4.8	6.1	5.9	4.9
流动性					
流动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
利息覆盖率(倍)	1.2	3.4	3.7	2.7	2.5
净权益负债率(%)	303.8	275.6	257.3	251.4	240.1
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	12.2	9.5	8	7.6	8.2
核心业务市盈率(倍)	12.2	9.5	8	10.1	8.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	13.6	10.6	8.8	11.2	9.1
市盈率(倍)					
市净率(倍)	1.4	1.2	1.1	0.9	0.9
价格/现金流(倍)	3.4	1.7	1.9	1.7	1.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.7	8.5	8	8.4	8
周转率					
存货周转天数	12	11.8	11.7	11.5	11.3
应收帐款周转天数	14.9	13.1	10.9	10.7	10.7
应付帐款周转天数	11.2	11.3	13.7	13	12.4
回报率					
股息支付率(%)	0	0	20	20	20
净资产收益率(%)	12	13.5	14.5	13.2	11
资产收益率(%)	1.3	3.6	3.5	2.8	2.6
已运用资本收益率(%)	2.1	5.1	5.4	4.2	4.1

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