



股票代码	600029.CH	1055.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 8.16	港币 5.52
目标价	人民币 8.40	港币 5.25
上/下浮比例	+3%	-5%
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

携手美国航空将带来长期收益；短期挑战仍然存在

2017 年，南方航空的运力增长速度，尤其是国际航线运力增长速度将放缓，这将改善公司的财务表现，但相较于其他采取扩张策略的同业来说公司的竞争力会下降。受到低油价影响，2016 年净利润同比增长 35% 至 50.44 亿元人民币；但由于油价和经营费用在未来会上升，预计 2017 年公司净利润将同比下降 34%。南方航空向美国航空(AAL US)的定向增发已完成，美国航空目前持有公司 2.7% 的股权。我们认为南方航空将凭借与美国航空的合作而获得长期收益，但短期的改变有限。维持持有评级（H 股和 A 股）。

支撑评级的要点

- 2017 年可用座公里预计增长 8.2% (2016 年为 8.6%)，其中国内可用座公里将增长 7.8%，国际可用座公里将增长 9.1%。根据南方航空的经营计划，2017 年将新增 56 架飞机（包括 2 架宽体机和 54 架窄体机）；到 2017 年底，在运营的客运飞机将增加至 744 架。
- 2017 年国内业务收益水平和运载率小幅改善。根据公司的业绩指引和 2017 年 1-2 月的市场表现，我们认为国内业务收益水平将上升 2-3%，但国际业务由于激烈的市场竞争还将继续承压。
- 对美国航空的定向增发已经完成；公司将凭借与美国航空的合作而产生获得长期收益，但短期的改变不会太大。公司的定向增发已经完成，共增发 2.706 亿股，股价为 5.74 港币/股，相对 3 月 30 日的收盘价溢价 9.3%。发行后，美国航空持股比例为 2.7%（之前未持股）。我们相信中国南方航空将通过与美国航空的合作而长期获益，包括航班共享以及市场推广等。但是，南方航空和美国航空分属不同的航空联盟，因此航班共享仅限中国和美国的国内航班；跨太平洋航线的合作将会受到不同的航空联盟间的运力限制。

估值

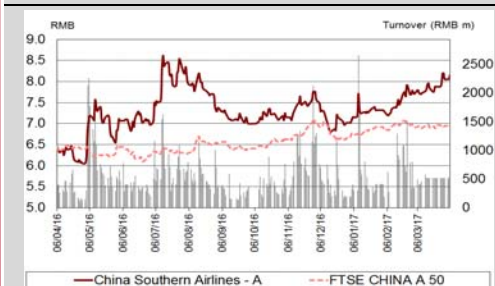
- 尽管 2017 年预测净资产收益率有所下降，但考虑到公司与美国航空的合作将为公司带来积极的发展前景，我们维持对公司 H 股和 A 股的持有评级，目标价格分别为 5.25 港币和 8.4 人民币。H 股目标价对应 1.05 倍 2017 年预测市净率。

投资摘要—A 股

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	111,467	114,792	127,548	142,948	154,998
变动(%)	3	3	11	12	8
净利润(人民币 百万)	3,851	5,055	3,406	4,807	6,650
全面摊薄每股收益(人民币)	0.392	0.515	0.342	0.476	0.659
变动(%)	117.2	31.3	(33.5)	39.2	38.3
市场预期每股收益(人民币)	-	0.648	0.437	0.518	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.514	0.590	-
调整幅度(%)	-	-	(33.5)	(19.3)	-
核心每股收益(人民币)	0.392	0.515	0.342	0.476	0.659
变动(%)	117.2	31.3	(33.5)	39.2	38.3
全面摊薄市盈率(倍)	20.8	15.8	23.8	17.1	12.4
核心市盈率(倍)	20.8	15.8	23.8	17.1	12.4
每股现金流量(人民币)	2.63	2.71	2.20	2.53	2.69
价格/每股现金流量(倍)	3.1	3.0	3.7	3.2	3.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.4	9.0	10.2	9.4	8.5
每股股息(人民币)	0.080	0.100	0.065	0.090	0.125
股息率(%)	1.0	1.2	0.8	1.1	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



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	16.2	5.8	14.0	24.8
相对新华富时 A50 指数	10.9	19.6	10.4	16.6

发行股数(百万)	9,953
流通股(%)	35
流通股市值(人民币 百万)	57,305
3 个月日均交易额(人民币 百万)	639
净负债率(%) (2017E)	187
主要股东(%)	
南方航空集团	40

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2017 年 4 月 5 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*

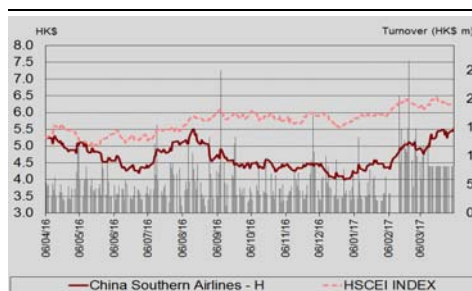
(852) 3988 6418

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 – LT gains from AA cooperation; ST challenges remain》的中文译本，英文原稿已于 2017 年 4 月 6 日出版

股价表现—H股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	37.0	12.9	29.6	5.1
相对恒生中国企业指数	26.6	10.7	21.6	(14.3)
发行股数(百万)				9,953
流通股(%)				63
流通股市值(港币 百万)				15,428
3个月日均交易额(港币 百万)				78
净负债率(%) (2017E)				187
主要股东(%)				
南方航空集团				40

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2017年4月5日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	111,652	114,981	127,758	143,184	155,253
变动(%)	3	3	11	12	8
净利润(人民币 百万)	3,736	5,044	3,306	4,653	6,444
全面摊薄每股收益(人民币)	0.381	0.514	0.332	0.461	0.639
变动(%)	110.2	35.0	(35.4)	38.9	38.5
市场预期每股收益(人民币)		0.649	0.474	0.475	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.504	0.579	-
调整幅度(%)	-	-	(34.1)	(20.4)	-
核心每股收益(人民币)	0.381	0.514	0.332	0.461	0.639
变动(%)	110.2	35.0	(35.4)	38.9	38.5
全面摊薄市盈率(倍)	12.8	9.5	14.7	10.6	7.7
核心市盈率(倍)	12.8	9.5	14.7	10.6	7.7
每股现金流量(人民币)	2.62	2.67	2.32	2.53	2.66
价格/每股现金流量(倍)	1.9	1.8	2.1	1.9	1.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	7.5	8.7	8.0	7.1
每股股息(人民币)	0.080	0.100	0.065	0.090	0.125
股息率(%)	1.6	2.0	1.3	1.8	2.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2016年净利润略低于预期。营业收入同比增长3%至1,150亿元人民币，符合市场一致预测和中银国际预测。由于2016年外币负债降低导致汇兑损失下降，净利润同比增长35%至50.44亿元人民币，但仍然比市场一致预测低6%。虽然2016年的平均油价比2015年低，总经营费用同比增长4.6%至1,060亿元人民币，其他经营费用显著提升。

2016年运输收入同比增长2.4%至1,096亿元人民币，占总收入95.4%。2016年客运收入占运输收入的94%。经营收入的提升主要由于客运收入由2015年的1,002亿元上升至2016年的1,025亿元。总客运人数上升4.75%至1.1462亿人。收入客公里上升8.71%，由2015年的1,895.88亿上升至2016年的2,061.06亿，主要得益于客运人数上升。然而，每收入客公里的客运收益由2015年的0.53人民币降至2016年的0.50人民币，主要由于平均票价下降。

尽管油价下降，总经营费用同比增加4.6%至1,060亿元人民币。尽管2016年平均油价下降使中国南方航空的总燃料成本下降9.4%（燃料成本占总经营成本的22%），工资费用、起降及导航费用、折旧和摊销费用以及航空经营租赁费用都有所上升。

2016年美元借贷和金融租赁债务下降。美元计量下的借贷和金融租赁债务由2015年的626亿元人民币下降至2016年的415亿元人民币。因此，尽管人民币在2016年进一步贬值，汇兑损失下降45%至32.76亿元人民币。

图表 1. 2016 年业绩摘要 (国际会计准则下)

(人民币, 百万)	2015	2016	同比 (%)
运输收入	107,099	109,693	2.4
其他经营收入	4,553	5,288	16.1
总经营收入	111,652	114,981	3.0
总经营费用	101,492	106,204	4.6
其他净收入	3,278	3,835	17.0
经营利润	13,438	12,612	(6.1)
净利息费用	(1,935)	(2,376)	22.8
应占联营及合营公司利润	568	611	7.6
净汇兑损失	(5,953)	(3,276)	(45.0)
税前利润	6,118	7,661	25.2
所得税	(1,300)	(1,763)	35.6
归属股东的净利润	3,736	5,044	35.0
每股收益 (人民币)	0.38	0.51	34.2
每股股息 (人民币)	0.08	0.10	25.0
经营利润率 (%)	12.0	11.0	(1.1 个百分点)
股息支付率 (%)	21.1	19.6	(1.4 个百分点)
客运收益 (人民币 每收入客公里)	0.53	0.50	(5.7)

资料来源: 公司数据, 彭博, 中银国际研究预测

图表 2. 2016 年经营数据回顾

	2016	2015	同比 (%)
可用座公里 (百万座位-公里)			
国内	179,655	172,105	4.4
港澳台	4,193	4,762	(11.9)
国际	72,143	58,749	22.8
总计	255,992	235,616	8.6
收入客公里 (百万客公里)			
国内	144,980	138,769	4.5
港澳台	3,084	3,527	(12.6)
国际	58,042	47,292	22.7
总计	206,106	189,588	8.7
收入吨公里- 货邮 (百万吨)			
国内	1,757	1,663	5.7
港澳台	22	22	1.3
国际	4,444	3,978	11.7
总计	6,222	5,662	9.9
客座率 (%)			
国内	80.7	80.6	0.1
港澳台	73.5	74.1	(0.8)
国际	80.5	80.5	0.0
总计	80.5	80.5	0.0
每收入客公里收益 (人民币)			
国内	0.53	0.55	(3.6)
港澳台	0.72	0.71	1.4
国际	0.40	0.45	(11.1)
总计	0.50	0.53	(5.7)
每收入货运吨公里收益 (人民币)			
国内	1.15	1.23	(6.5)
港澳台	3.91	4.49	(12.9)
国际	1.14	1.19	(4.2)
总计	1.16	1.21	(4.1)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

2017 年可用座公里预计增长 8.2% (2016 年为 8.6%)，其中国内可用座公里增长 7.8%，国际可用座公里增长 9.1%。根据公司的经营计划，2017 年将新增 56 架飞机，其中 2 架为宽体机，64 架为窄体机。到 2017 年底，在运营的客运飞机将达到 744 架。根据管理层的指引，2017 年总可用客公里预计将增长 8.2%，但我们预计实际的涨幅将更高一些，国内可用客公里预计增长 7.8%，国际可用客公里预计增长 9.1%。国际航线方面，管理层预计北美/澳大利亚和新西兰/欧洲/东南亚/南韩航线的客运能力将分别增长 18.6%/3.5%/10.8%/19.2%/21%。

2017 年运输收入预计同比增长 11.4%，国内客运收益和运载率将有所改善。根据公司的指引和 2017 年 1-2 月的市场表现，我们预测 2017 年国内客运收益将小幅增长 203%，但国际客运收益将由于激烈的竞争而承压。由于航空出行需求依然强劲，预计运载率将进一步增长。

图表 3. 经营数据、收入和成本预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入客公里总计(百万客公里)	189,588	206,106	225,667	250,684	271,572
同比 (%)	13.8	8.7	9.5	11.1	8.3
乘客运载率 (%)	80.5	80.5	80.9	81.1	81.2
乘客收益(人民币)	0.53	0.50	0.51	0.51	0.51
(人民币, 百万)					
收入	111,652	114,981	127,758	143,184	155,253
同比 (%)	2.8	3.0	11.1	12.1	8.4
-运输收入	107,099	109,693	122,202	137,284	149,049
-其他经营收入	4,553	5,288	5,556	5,900	6,204
燃料成本	(26,274)	(23,799)	(33,023)	(39,095)	(43,353)
飞机和运输服务费用	(17,908)	(20,215)	(22,536)	(24,984)	(27,026)
机组人员工资和福利	(8,070)	(9,215)	(10,037)	(11,127)	(12,037)
折旧和摊销	(11,845)	(12,619)	(13,661)	(15,027)	(16,351)
其他成本	(37,395)	(40,356)	(42,795)	(45,973)	(48,340)

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

财务预测。根据中银国际能源研究团队的预测，2017 年 ICE 原油价格预计为 45 美元/桶，2018 年为 58 美元/桶。而 2016 年仅为 45 美元/桶。燃料成本预计将大幅提升。飞机和运输服务费用（主要是起降费用）以及工资成本预计将随着机组和目的地的扩张而上升。因此，2017 年净利润预计将出现同比下降。我们将 2017-18 年净利润预测大幅下调，以反映我们对于起降费和其他成本上升的预测。航空行业低利润水平的特性使航空公司每一年的利润情况都有很大的波动。

敏感性分析

敏感性分析主要反映油价和人民币汇率的变动对公司净利润和净资产收益率的影响（相较我们的预测值）。

图表 4. 对中国南方航空净利润和净资产收益率的敏感性分析

	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	%		人民币 百万	%	
人民币贬值 1%	(380)	(11.5)	(0.8)	(283)	(6.1)	(0.5)
国际油价上升 1 美元	(408)	(12.3)	(0.9)	(483)	(10.4)	(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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	111,467	114,792	127,548	142,948	154,998
销售成本	(79,752)	(83,925)	(98,458)	(111,128)	(120,622)
经营费用	(9,835)	(9,466)	(9,380)	(9,409)	(9,419)
息税折旧前利润	9,976	8,722	5,980	7,313	8,529
折旧及摊销	(11,904)	(12,679)	(13,730)	(15,098)	(16,428)
经营利润(息税前利润)	21,880	21,401	19,710	22,411	24,957
净利息收入/(费用)	(2,124)	(2,570)	(2,754)	(2,953)	(2,984)
其他收益/(损失)	(1,511)	1,495	1,761	2,716	4,289
税前利润	6,341	7,647	4,986	7,076	9,833
所得税	(1,355)	(1,759)	(1,034)	(1,501)	(2,119)
少数股东权益	(1,135)	(833)	(546)	(769)	(1,064)
净利润	3,851	5,055	3,406	4,807	6,650
核心净利润	3,851	5,055	3,406	4,807	6,650
每股收益(人民币)	0.392	0.515	0.342	0.476	0.659
核心每股收益(人民币)	0.392	0.515	0.342	0.476	0.659
每股股息(人民币)	0.08	0.1	0.065	0.09	0.125
收入增长(%)	3	3	11	12	8
息税前利润增长(%)	308	(13)	(31)	22	17
息税折旧前利润增长(%)	64	(2)	(8)	14	11
每股收益增长(%)	117	31	(34)	39	38
核心每股收益增长(%)	117	31	(34)	39	38

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	6,341	7,647	4,986	7,076	9,833
折旧与摊销	11,904	12,679	13,730	15,098	16,428
净利息费用	2,124	2,570	2,754	2,953	2,984
运营资本变动	2,220	3,522	268	1,507	1,129
税金	(1,355)	(1,759)	(1,034)	(1,501)	(2,119)
其他经营现金流	4,565	1,904	1,220	345	(1,097)
经营活动产生的现金流	25,799	26,563	21,924	25,479	27,157
购买固定资产净值	(11,757)	(18,974)	(19,883)	(22,259)	(18,010)
投资减少/增加	3,087	2,679	604	528	566
其他投资现金流	313	51	5,252	7,632	11,542
投资活动产生的现金流	(8,357)	(16,244)	(14,027)	(14,099)	(5,902)
净增权益	0	0	1,367	0	0
净增债务	(27,927)	(7,475)	5,012	2,974	(4,194)
支付股息	(3,072)	(3,667)	(3,403)	(3,865)	(4,248)
其他融资现金流	972	22	(9,619)	(10,604)	(11,412)
融资活动产生的现金流	(30,027)	(11,120)	(6,642)	(11,495)	(19,853)
现金变动	(12,585)	(801)	1,256	(116)	1,402
期初现金	17,868	5,484	4,720	5,976	5,860
公司自由现金流	17,664	10,396	7,992	11,472	21,370
权益自由现金流	(12,184)	788	10,706	11,991	14,674

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	5,444	4,855	5,976	5,860	7,262
应收帐款	4,202	4,427	4,751	5,101	5,260
库存	1,606	1,588	1,626	1,587	1,683
其他流动资产	3,166	2,894	2,894	2,894	2,894
流动资产总计	14,418	13,764	15,247	15,442	17,099
固定资产	142,454	146,388	158,119	170,415	176,130
无形资产	2,889	3,152	3,375	3,527	3,730
其他长期资产	26,489	37,157	38,508	40,301	40,360
长期资产总计	171,832	186,697	200,002	214,243	220,220
总资产	186,250	200,461	215,249	229,684	237,319
应付帐款	12,848	13,421	13,736	14,136	14,242
短期债务	34,614	34,601	36,096	37,205	37,241
其他流动负债	18,074	19,910	21,283	22,678	21,777
流动负债总计	65,536	67,932	71,115	74,019	73,260
长期借款	67,187	74,374	82,909	89,439	90,802
其他长期负债	3,954	3,447	3,010	3,061	3,236
股本	9,818	9,818	9,818	9,818	9,818
储备	29,148	33,363	36,324	40,506	46,297
股东权益	38,966	43,181	46,142	50,324	56,115
少数股东权益	10,607	11,527	12,073	12,841	13,906
总负债及权益	186,250	200,461	215,249	229,684	237,319
每股帐面价值(人民币)	3.97	4.4	4.64	4.99	5.56
每股有形资产(人民币)	3.67	4.08	4.3	4.64	5.19
每股净负债/(现金)(人民币)	9.83	10.62	11.36	11.97	11.97

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.6	18.6	15.5	15.7	16.1
息税前利润率(%)	8.9	7.6	4.7	5.1	5.5
税前利润率(%)	5.7	6.7	3.9	4.9	6.3
净利率(%)	3.5	4.4	2.7	3.4	4.3
流动性					
流动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
利息覆盖率(倍)	4.2	3.3	2.1	2.4	2.7
净权益负债率(%)	194.6	190.6	194.2	191.2	172.5
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	20.8	15.8	23.8	17.1	12.4
核心业务市盈率(倍)	20.8	15.8	23.8	17.1	12.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.4	16.3	24.5	17.6	12.7
市净率(倍)	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	3.1	3	3.7	3.2	3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.4	9	10.2	9.4	8.5
周转率					
存货周转天数	7.5	6.9	6	5.3	4.9
应收帐款周转天数	15.4	13.7	13.1	12.6	12.2
应付帐款周转天数	39.4	41.8	38.9	35.6	33.4
回报率					
股息支付率(%)	20.4	19.4	19	19	19
净资产收益率(%)	10.3	12.3	7.6	10	12.5
资产收益率(%)	4.2	3.5	2.3	2.6	2.9
已运用资本收益率(%)	6.8	5.6	3.6	4	4.5

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	111,652	114,981	127,758	143,184	155,253
销售成本	(80,355)	(84,581)	(99,488)	(112,266)	(121,847)
经营费用	(9,440)	(9,119)	(9,019)	(9,029)	(9,024)
息税折旧前利润	10,160	8,777	5,706	6,978	8,146
折旧及摊销	(11,697)	(12,504)	(13,545)	(14,912)	(16,235)
经营利润(息税前利润)	21,857	21,281	19,251	21,889	24,382
净利息收入/(费用)	(1,935)	(2,376)	(2,547)	(2,730)	(2,759)
其他收益/(损失)	(2,107)	1,260	1,743	2,698	4,272
税前利润	6,118	7,661	4,902	6,946	9,659
所得税	(1,300)	(1,763)	(1,037)	(1,504)	(2,124)
少数股东权益	(1,082)	(854)	(560)	(788)	(1,091)
净利润	3,736	5,044	3,306	4,653	6,444
核心净利润	3,736	5,044	3,306	4,653	6,444
每股收益(人民币)	0.381	0.514	0.332	0.461	0.639
核心每股收益(人民币)	0.381	0.514	0.332	0.461	0.639
每股股息(人民币)	0.08	0.1	0.065	0.09	0.125
收入增长(%)	3	3	11	12	8
息税前利润增长(%)	297	(14)	(35)	22	17
息税折旧前利润增长(%)	65	(3)	(10)	14	11
每股收益增长(%)	110	35	(35)	39	38
核心每股收益增长(%)	110	35	(35)	39	38

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	6,118	7,661	4,902	6,946	9,659
折旧与摊销	11,697	12,504	13,545	14,912	16,235
净利息费用	1,935	2,376	2,547	2,730	2,759
运营资本变动	3,246	2,319	1,561	1,781	1,183
税金	(2,162)	(1,763)	(1,037)	(1,504)	(2,124)
其他经营现金流	4,934	3,123	1,617	695	(856)
经营活动产生的现金流	25,768	26,220	23,135	25,559	26,856
购买固定资产净值	(12,248)	(10,900)	(19,883)	(22,259)	(18,010)
投资减少/增加	2,918	598	527	539	463
其他投资现金流	2,326	(5,528)	6,627	8,360	12,354
投资活动产生的现金流	(7,004)	(15,830)	(12,729)	(13,359)	(5,193)
净增权益	0	0	1,367	0	0
净增债务	(20,042)	(382)	2,345	1,701	(5,358)
支付股息	(416)	(804)	(994)	(665)	(936)
其他融资现金流	(9,198)	(9,650)	(12,165)	(13,334)	(14,170)
融资活动产生的现金流	(29,656)	(10,835)	(9,447)	(12,298)	(20,464)
现金变动	(10,892)	(445)	958	(99)	1,199
期初现金	15,414	4,560	4,152	5,110	5,011
公司自由现金流	19,077	10,479	10,515	12,307	21,796
权益自由现金流	(3,239)	7,632	10,204	11,170	13,546

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	4,683	4,287	5,245	5,146	6,345
应收帐款	2,580	2,989	3,347	3,711	3,884
库存	1,606	1,588	1,626	1,587	1,683
其他流动资产	5,244	4,900	4,866	4,833	4,799
流动资产总计	14,113	13,764	15,085	15,277	16,712
固定资产	162,303	175,656	188,210	201,646	206,615
无形资产	2,637	2,869	3,059	3,188	3,362
其他长期资产	6,936	8,153	8,674	9,310	10,091
长期资产总计	171,876	186,678	199,943	214,145	220,068
总资产	185,989	200,442	215,028	229,422	236,780
应付帐款	2,500	1,903	2,052	2,175	2,307
短期债务	36,418	35,441	37,715	39,475	36,906
其他流动负债	26,617	30,588	31,986	34,038	35,494
流动负债总计	65,535	67,932	71,753	75,687	74,706
长期借款	65,292	72,285	78,766	84,149	85,511
其他长期负债	5,538	5,249	5,012	5,304	5,658
股本	9,818	9,818	10,089	10,089	10,089
储备	29,227	33,638	37,329	41,325	46,857
股东权益	39,045	43,456	47,417	51,414	56,945
少数股东权益	10,579	11,520	12,080	12,868	13,959
总负债及权益	185,989	200,442	215,028	229,422	236,780
每股帐面价值(人民币)	3.98	4.43	4.76	5.1	5.64
每股有形资产(人民币)	3.71	4.13	4.46	4.78	5.31
每股净负债/(现金)(人民币)	9.9	10.55	11.19	11.76	11.52

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.6	18.5	15.1	15.3	15.7
息税前利润率(%)	9.1	7.6	4.5	4.9	5.2
税前利润率(%)	5.5	6.7	3.8	4.9	6.2
净利率(%)	3.3	4.4	2.6	3.3	4.2
流动性					
流动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
利息覆盖率(倍)	4.6	3.6	2.1	2.5	2.8
净权益负债率(%)	195.8	188.4	187.2	184.5	163.9
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	12.8	9.5	14.7	10.6	7.7
核心业务市盈率(倍)	12.8	9.5	14.7	10.6	7.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.2	9.1	14	10.1	7.3
市净率(倍)	1.2	1.1	1	1	0.9
价格/现金流(倍)	1.9	1.8	2.1	1.9	1.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7	7.5	8.7	8	7.1
周转率					
存货周转天数	7.4	6.9	5.9	5.2	4.9
应收帐款周转天数	8.6	8.8	9.1	9	8.9
应付帐款周转天数	6.8	7	5.6	5.4	5.3
回报率					
股息支付率(%)	21	19.5	19.6	19.6	19.6
净资产收益率(%)	10	12.2	7.3	9.4	11.9
资产收益率(%)	4.3	3.5	2.2	2.5	2.7
已运用资本收益率(%)	6.7	5.6	3.4	3.9	4.3

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