



股票代码	600115.CH	0670.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 6.77	港币 4.45
目标价	人民币 7.10	港币 4.30
上/下浮比例	+5%	-3%
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

## 5月份整体客座率上升

东方航空 2017 年 1-5 月及 5 月单月经营数据符合预期。5 月份可用座公里同比增长 10.5%，总客座率同比上升 0.4 个百分点，但国际客座率继续下降 2.5 个百分点，主要由于东航的国际航线略微出现供大于求。5 月份国内市场依然强劲，收入客公里同比增长 11.1%。另外，由于人民币对美元汇率前景稳定，我们将 2017 年汇兑损失预测大幅下调。基于预计 2017 年净资产回报率为 9.9%，我们维持 H 股目标价 4.3 港币以及 A 股目标价 7.1 元人民币不变，维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 国内航运需求依然强劲，客座率高；年初至今国际客座率依然承压。2017 年 1-5 月，总收入客公里同比增长 9.6%，其中国内可用座公里同比增长 8.5%，国际可用座公里同比增长 12.3%。由于国内需求强劲，2017 年 1-5 月总客座率同比上升 0.68 个百分点至 80.6%，但国际客座率同比下降 1.05 个百分点。
- 我们下调汇兑损失预测，上调盈利预测以反映人民币兑美元汇率的最新预测。根据中银国际最新预测，2017 年底美元对人民币汇率为 7.0，因此我们大幅下调东方航空 2017 年汇兑损失预测。据此，2017 年净资产回报率由 6.2% 上调至 9.9%。
- 2017 年 5 月，东方航空引入四架飞机（分别为 B777-300ER、A330-300、A320、B737-800），淘汰两架。截至 5 月底运营中客机数量为 579 架。

### 评级风险

- 人民币贬值；国际油价上升

### 估值

- 2017 年和 2018 年净资产回报率预测分别为 9.9% 和 8.2%，我们维持 H 股目标价 4.3 港币不变，对应 1.06 倍 2017 年预测市净率，接近 5 年平均价值 1.05 倍。我们维持 A 股目标价 7.1 元人民币不变，基于 A-H 溢价历史均值。维持对 H 股和 A 股的持有评级。

### 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)	93,844	98,560	106,700	117,015	129,525
变动(%)	5	5	8	10	11
净利润(人民币 百万)	4,541	4,508	5,057	4,437	5,401
全面摊薄每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.350	0.307	0.373
变动(%)	31.4	(7.9)	7.1	(12.3)	21.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.320	0.326	0.544
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.213	0.221	0.361
调整幅度(%)	-	-	64.0	38.8	3.3
核心每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.245	0.307	0.373
变动(%)	31.4	(7.9)	(25.1)	25.4	21.7
全面摊薄市盈率(倍)	19.1	20.7	19.4	22.1	18.1
核心市盈率(倍)	19.1	20.7	27.7	22.1	18.1
每股现金流量(人民币)	1.90	1.81	1.61	1.75	1.98
价格/每股现金流量(倍)	3.6	3.7	4.2	3.9	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	10.5	12.2	10.2	9.2
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.113	0.100	0.122
股息率(%)	0.0	1.5	1.7	1.5	1.8

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	(4.2)	1.4	(6.8)	29.2
相对新华富时 A50 指数	(17.4)	(3.4)	(15.2)	9.0

发行股数(百万)	14,467
流通股(%)	26
流通股市值(人民币 百万)	66,403
3 个月日均交易额(人民币 百万)	513
净负债率(%) (2017E)	226
主要股东(%)	
东方航空集团	56

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以 2017 年 6 月 13 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 Eastern Airlines – Overall load factor improves in May》的中文译本，英文原稿已于 2017 年 6 月 14 日出版

**股价表现—H股**


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	25.4	3.0	2.1	8.3
相对恒生中国企业指数	13.3	0.7	(0.5)	(13.8)
发行股数(百万)				14,467
流通股(%)				34
流通股市值(港币 百万)				20,733
3个月日均交易额(港币 百万)				53
净负债率(%) (2017E)				226
主要股东(%)				
东方航空集团				56

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2017年6月13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)	93,969	98,904	107,073	117,424	129,977
变动(%)	4	5	8	10	11
净利润(人民币 百万)	4,537	4,498	5,080	4,502	5,507
全面摊薄每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.351	0.311	0.381
变动(%)	31.6	(8.0)	7.8	(11.4)	22.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.372	0.388	0.508
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.215	0.225	0.368
调整幅度(%)	-	-	63.0	38.0	3.4
核心每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.246	0.311	0.381
变动(%)	31.6	(8.0)	(24.5)	26.5	22.3
全面摊薄市盈率(倍)	11.0	11.9	11.0	12.5	10.2
核心市盈率(倍)	11.0	11.9	15.8	12.5	10.2
每股现金流量(人民币)	1.90	1.81	1.61	1.75	1.98
价格/每股现金流量(倍)	2.0	2.1	2.4	2.2	2.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	8.8	11.0	9.2	8.2
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.113	0.100	0.122
股息率(%)	0.0	2.6	2.9	2.6	3.2

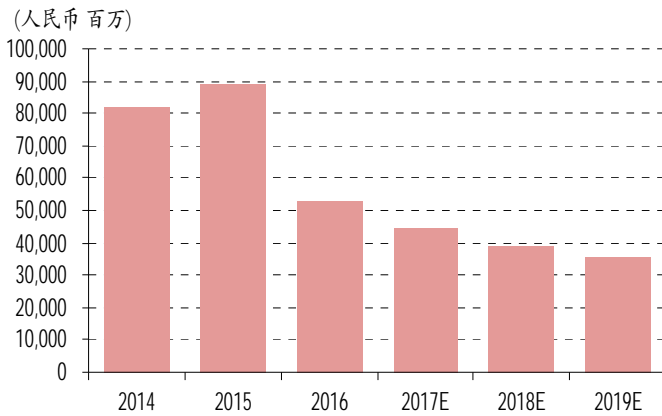
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**2017 年底人民币兑美元汇率预测调整至 7.0。**中银国际宏观团队认为近期市场行情和计划中的政策变动表明中国越来越倾向于维持稳定的人民币汇率，而非相对美元贬值，以便在 19 届党代会召开前市场能够保持稳定，并和新一任美国政府维持良好关系。预计 2017 年底和 2018 年底，人民币兑美元汇率将分别为 7.0 和 7.5。

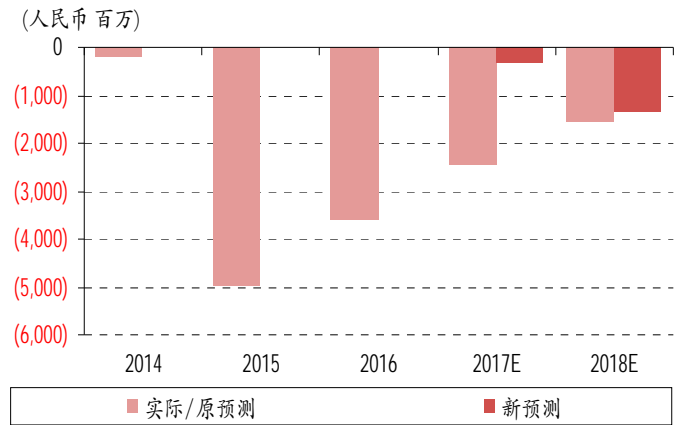
**图表 1. 人民币/美元汇率**


资料来源：彭博，中银国际研究预测

我们下调汇兑损失预测，上调盈利预测，以反映人民币/美元汇率的最新预测。2017 年底美元兑人民币汇率预计为 7.0，说明相较 2016 年底的 6.94，人民币今年仅小幅贬值，因此我们将东方航空 2017 年预测汇兑损失大幅下调。我们预计 2018 年底美元兑人民币即期汇率为 7.5，因此 2018 年将出现较大汇兑损失。

**图表 2. 东方航空美元复制**


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

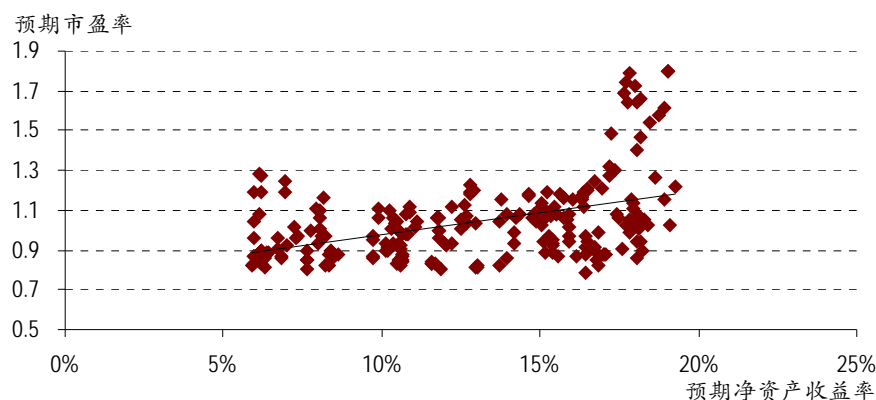
**图表 3. 东方航空汇兑损失预测**


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 4. 盈利预测调整**

(人民币, 百万)	2017E	2018E
<b>新值</b>		
收入	107,073	117,424
经营利润	8,473	10,940
净财务成本	(3,140)	(3,454)
汇兑收益/(损失)	(319)	(1,358)
净利润	5,080	4,502
净资产回报率(%)	9.9	8.2
<b>旧值</b>		
收入	107,012	117,359
经营利润	7,736	9,330
净财务成本	(3,141)	(3,458)
汇兑收益/(损失)	(2,429)	(1,545)
净利润	3,117	3,262
净资产回报率(%)	6.2	6.2
<b>变动(%)</b>		
收入	0.1	0.1
经营利润	9.5	17.3
净财务成本	(0.1)	(0.1)
汇兑收益/(损失)	(86.9)	(12.1)
净利润	63.0	38.0
净资产回报率(%)	3.7 个百分点	2.0 个百分点

资料来源: 中银国际研究预测

**图表 5. 东方航空过去 5 年市净率-净资产收益率相关性**


资料来源:彭博, 中银国际研究预测

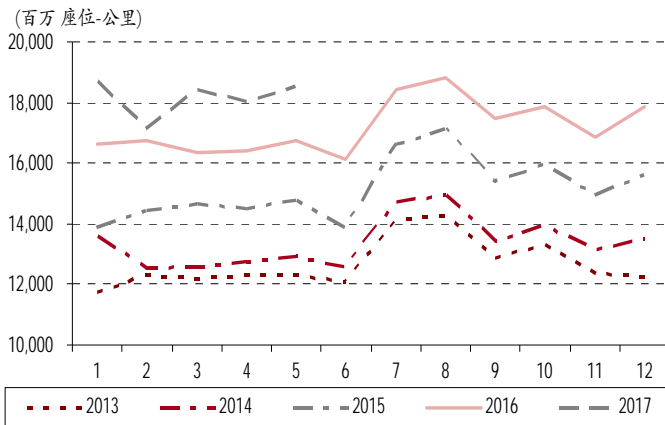
**图表 6. 经营数据回顾**

	May-17	May-16	同比 (%)	5M17	5M16	同比 (%)
<b>总可用座公里(百万座公里)</b>	<b>18,515</b>	<b>16,760</b>	<b>10.5</b>	<b>90,784</b>	<b>82,831</b>	<b>9.6</b>
-国内	11,600	10,439	11.1	56,735	52,294	8.5
-国际	6,414	5,849	9.7	31,615	28,151	12.3
-港澳台	501	472	6.2	2,434	2,386	2.0
<b>总收入客公里(百万客公里)</b>	<b>14,852</b>	<b>13,371</b>	<b>11.1</b>	<b>73,801</b>	<b>66,772</b>	<b>10.5</b>
-国内	9,574	8,423	13.7	47,034	42,512	10.6
-国际	4,878	4,592	6.2	24,854	22,424	10.8
-港澳台	400	356	12.6	1,913	1,836	4.2
<b>客座率 (%)</b>	<b>80.22</b>	<b>79.78</b>	<b>0.44 个百分点</b>	<b>81.29</b>	<b>80.61</b>	<b>0.68 个百分点</b>
-国内	82.53	80.68	1.85 个百分点	82.9	81.29	1.61 个百分点
-国际	76.04	78.51	(2.47) 个百分点	78.61	79.66	(1.05) 个百分点
-港澳台	79.94	75.37	4.58 个百分点	78.6	76.92	1.68 个百分点
<b>收入货运吨公里(百万)</b>	<b>210</b>	<b>181</b>	<b>15.9</b>	<b>1,174</b>	<b>1,084</b>	<b>8.3</b>
-国内	73	72	0.6	359	369	(2.6)
-国际	134	107	26.0	793	695	14.2
-港澳台	3	2	28.8	21	20	5.9
<b>货载率 (%)</b>	<b>36.90</b>	<b>35.85</b>	<b>1.05 个百分点</b>	<b>38.32</b>	<b>37.59</b>	<b>0.72 个百分点</b>
-国内	36.66	43.31	(6.65) 个百分点	36.34	38.37	(2.03) 个百分点
-国际	37.84	32.50	5.33 个百分点	39.92	37.6	2.32 个百分点
-港澳台	18.46	21.55	(3.09) 个百分点	24.35	27.32	(2.98) 个百分点

资料来源:公司数据, 中银国际研究

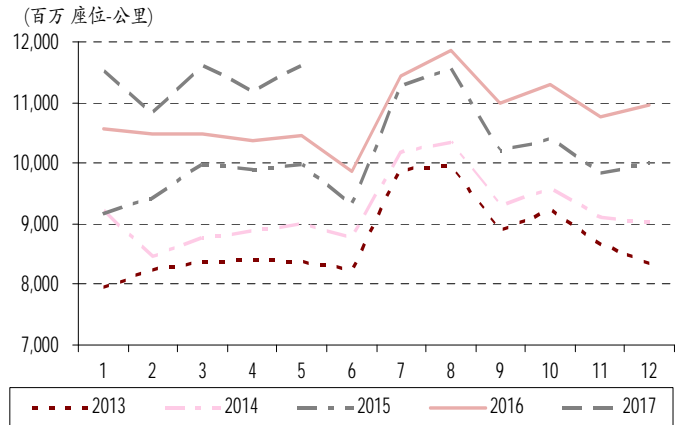
## 可用座公里 (ASK)

图表 7. 东方航空可用座公里总计



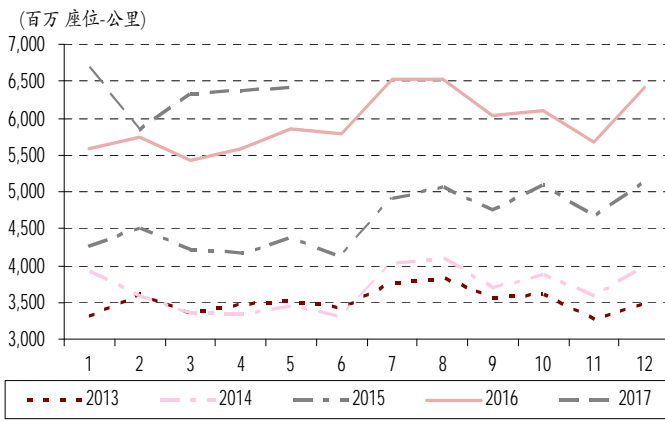
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 8. 东方航空国内可用座公里



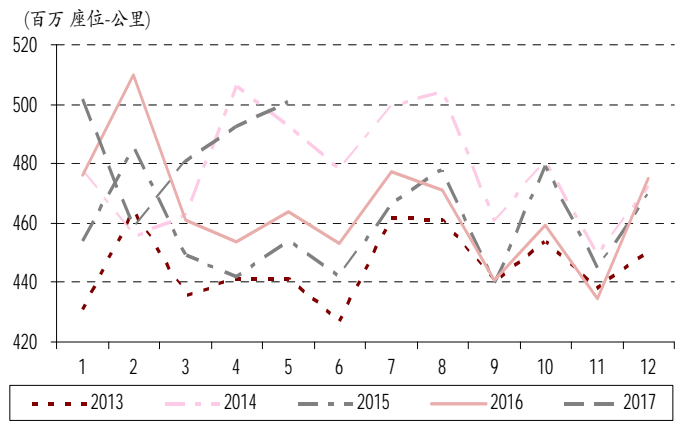
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 9. 东方航空国际可用座公里



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

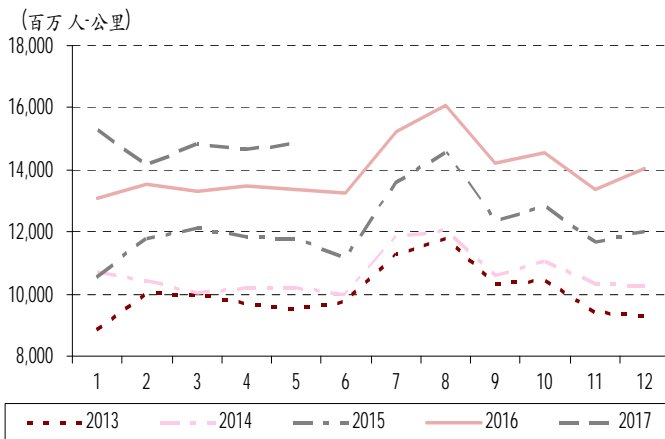
图表 10. 东方航空港澳台可用座公里



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

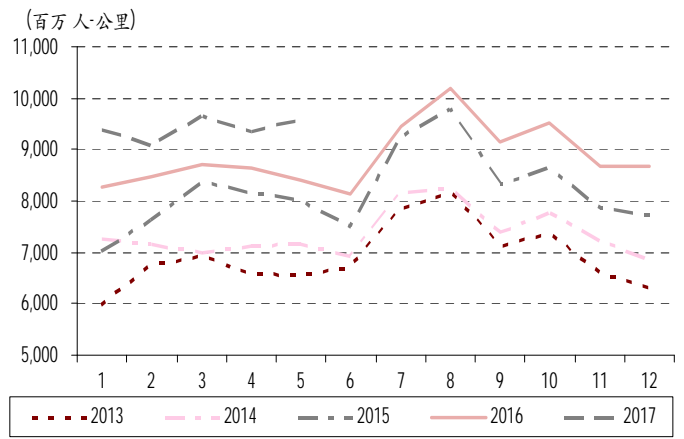
## 收入客公里 (RPK)

图表 11. 东方航空收入客公里总计



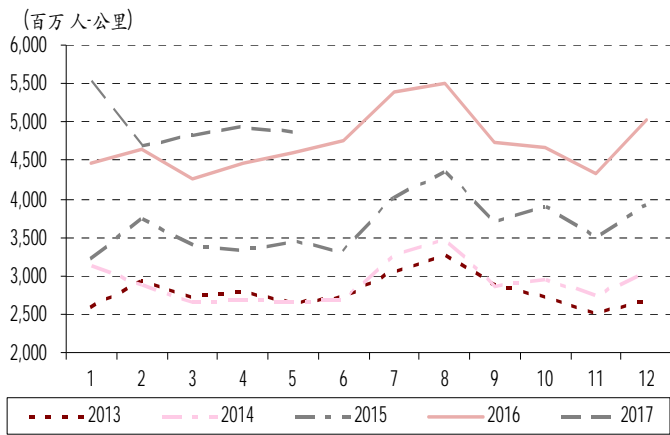
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 12. 东方航空国内收入客公里



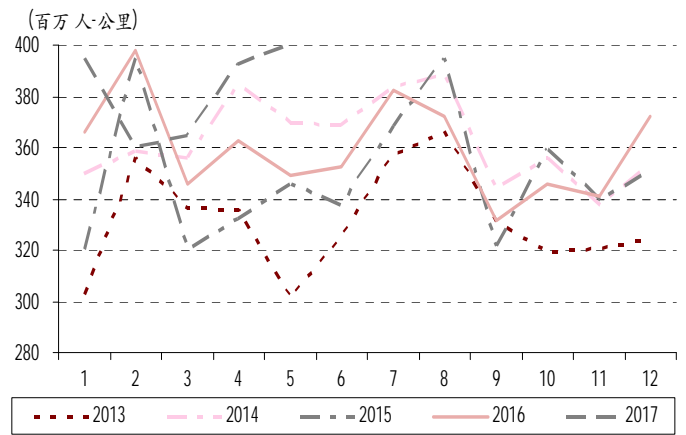
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 13. 东方航空国际收入客公里



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

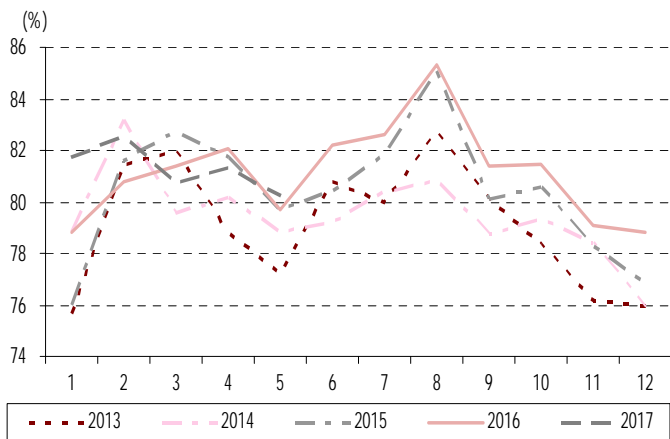
图表 14. 东方航空港澳台收入客公里



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

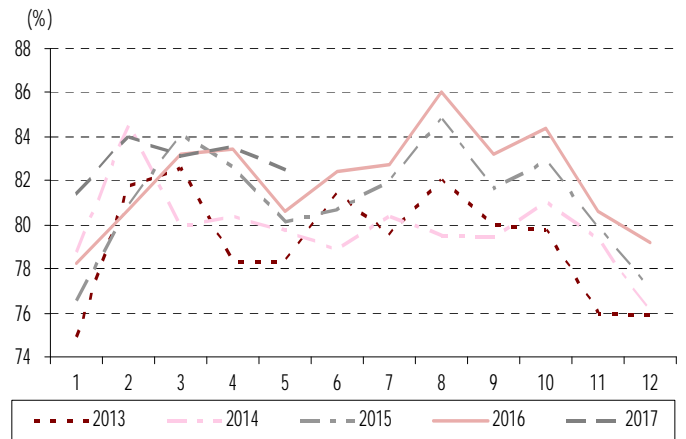
### 客座率

图表 15. 东方航空总客座率



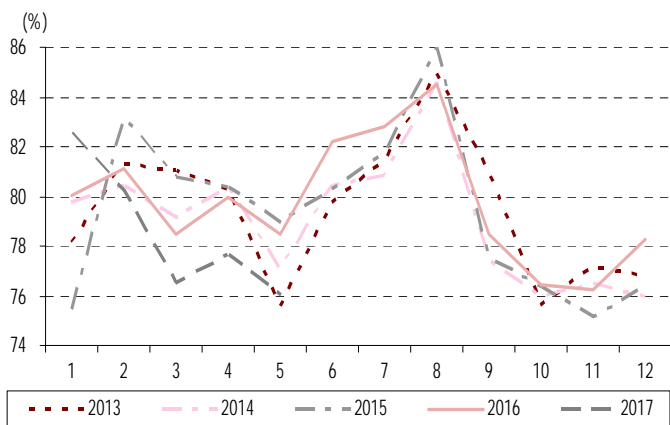
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 16. 东方航空国内客座率



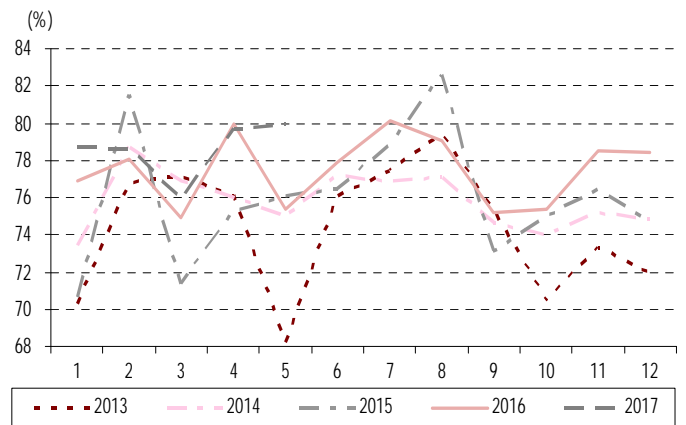
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 17. 东方航空国际客座率



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 18. 东方航空港澳台客座率



资料来源: 公司数据, 中银国际研究



### 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（为我们的预期值）对公司净利润和净资产收益率的影响。

图表 19. 东方航空盈利敏感性分析

	2017E			2018E		
	净利润		净资产回报率 变动	净利润		净资产回报率 变动
	人民币百万	%	(百分点)	人民币百万	%	(百分点)
人民币贬值 1%	(396)	(7.8)	(0.7)	(203)	(4.5)	(0.3)
布伦特原油价格上涨 1 美元	(328)	(6.5)	(0.6)	(351)	(7.8)	(0.6)

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	93,844	98,560	106,700	117,015	129,525
销售成本	(67,085)	(70,709)	(82,336)	(89,019)	(98,603)
经营费用	(9,050)	(8,712)	(8,107)	(7,939)	(7,887)
息税折旧前利润	7,242	6,995	2,539	4,940	6,611
折旧及摊销	(10,467)	(12,144)	(13,718)	(15,117)	(16,425)
经营利润(息税前利润)	17,709	19,139	16,257	20,057	23,035
净利息收入(费用)	(2,282)	(2,820)	(3,157)	(3,479)	(3,905)
其他收益/(损失)	711	2,332	7,754	4,795	5,099
税前利润	5,671	6,507	7,136	6,255	7,804
所得税	(624)	(1,542)	(1,575)	(1,374)	(1,847)
少数股东权益	(506)	(457)	(504)	(445)	(556)
净利润	4,541	4,508	5,057	4,437	5,401
核心净利润	4,541	4,508	3,538	4,437	5,401
每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.35	0.307	0.373
核心每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.245	0.307	0.373
每股股息(人民币)	0	0.1	0.113	0.1	0.122
收入增长(%)	5	5	8	10	11
息税前利润增长(%)	318	(3)	(64)	95	34
息税折旧前利润增长(%)	62	8	(15)	23	15
每股收益增长(%)	31	(8)	7	(12)	22
核心每股收益增长(%)	31	(8)	(25)	25	22

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	5,671	6,507	7,136	6,255	7,804
折旧与摊销	10,467	12,144	13,718	15,117	16,425
净利息费用	2,282	2,820	3,157	3,479	3,905
运营资本变动	1,334	2,286	832	777	1,413
税金	(624)	(1,542)	(1,575)	(1,374)	(1,847)
其他经营现金流	5,287	2,842	81	1,122	948
经营活动产生的现金流	24,417	25,057	23,349	25,377	28,647
购买固定资产净值	(33,573)	(38,715)	(30,220)	(22,343)	(27,297)
投资减少/增加	5,155	1,264	4,422	3,538	4,674
其他投资现金流	526	107	3,334	1,303	3,031
投资活动产生的现金流	(27,892)	(37,344)	(22,464)	(17,502)	(19,592)
净增权益	2,855	8,540	0	0	0
净增债务	17,681	8,702	3,239	(2,508)	(3,510)
支付股息	(38)	(1,303)	(747)	(1,668)	(1,490)
其他融资现金流	(9,415)	(11,305)	(3,244)	(3,568)	(3,997)
融资活动产生的现金流	11,083	4,634	(752)	(7,743)	(8,997)
现金变动	7,608	(7,653)	133	132	58
期初现金	1,355	9,080	1,695	1,835	1,996
公司自由现金流	(3,475)	(12,287)	885	7,875	9,055
权益自由现金流	11,141	(6,284)	880	1,800	1,548

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	9,115	1,738	1,835	1,996	2,080
应收帐款	2,867	2,630	2,896	3,187	3,547
库存	2,056	2,248	2,481	2,686	2,980
其他流动资产	9,040	9,272	10,105	11,115	12,363
流动资产总计	23,078	15,888	17,317	18,985	20,969
固定资产	131,430	150,751	166,014	171,330	179,480
无形资产	11,374	11,446	11,703	11,809	11,892
其他长期资产	29,827	31,966	34,431	36,725	39,305
长期资产总计	172,631	194,163	212,148	219,863	230,677
总资产	195,709	210,051	229,465	238,848	251,647
应付帐款	9,810	10,811	10,721	10,972	11,464
短期债务	13,382	17,671	8,359	9,199	10,237
其他流动负债	51,192	39,597	53,473	53,686	54,092
流动负债总计	74,384	68,079	72,553	73,857	75,793
长期借款	78,534	86,404	92,521	97,594	103,649
其他长期负债	5,140	5,472	9,543	9,719	10,058
股本	13,140	14,467	14,467	14,467	14,467
储备	21,997	32,719	36,999	39,419	43,373
股东权益	35,137	47,186	51,466	53,886	57,840
少数股东权益	2,514	2,910	3,382	3,793	4,308
总负债及权益	195,709	210,051	229,465	238,848	251,647
每股帐面价值(人民币)	2.67	3.26	3.56	3.72	4
每股有形资产(人民币)	1.81	2.47	2.75	2.91	3.18
每股净负债/(现金)(人民币)	6.3	7.08	6.85	7.24	7.73

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	18.9	19.4	15.2	17.1	17.8
息税前利润率(%)	7.7	7.1	2.4	4.2	5.1
税前利润率(%)	6	6.6	6.7	5.3	6
净利率(%)	4.8	4.6	4.7	3.8	4.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
利息覆盖率(倍)	3.1	2.4	0.8	1.4	1.6
净权益负债率(%)	220	204.4	180.6	181.7	179.9
速动比率(倍)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	19.1	20.7	19.4	22.1	18.1
核心业务市盈率(倍)	19.1	20.7	27.7	22.1	18.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	20	21.8	29	23.2	19
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.5	2.1	1.9	1.8	1.7
价格/现金流(倍)	3.6	3.7	4.2	3.9	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	10.5	12.2	10.2	9.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	11.7	11.1	10.5	10.6	10.5
应收帐款周转天数	13.1	10.2	9.5	9.5	9.5
应付帐款周转天数	40.8	38.2	36.8	33.8	31.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0	32.1	32.3	32.6	32.8
净资产收益率(%)	14.5	11	10.3	8.4	9.7
资产收益率(%)	3.6	2.6	0.9	1.6	2.1
已运用资本收益率(%)	5.9	5	1.7	3.2	4

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	93,969	98,904	107,073	117,424	129,977
销售成本	(66,704)	(70,097)	(80,957)	(87,077)	(96,076)
经营费用	(9,154)	(9,184)	(9,214)	(9,581)	(10,109)
息税折旧前利润	7,350	7,015	2,912	5,348	7,063
折旧及摊销	(10,761)	(12,608)	(13,990)	(15,418)	(16,730)
经营利润(息税前利润)	18,111	19,623	16,902	20,766	23,792
净利息收入/(费用)	(2,123)	(2,603)	(3,140)	(3,454)	(3,879)
其他收益/(损失)	440	2,085	7,387	4,427	4,727
税前利润	5,667	6,497	7,159	6,321	7,910
所得税	(624)	(1,542)	(1,575)	(1,374)	(1,847)
少数股东权益	(506)	(457)	(504)	(445)	(556)
净利润	4,537	4,498	5,080	4,502	5,507
核心净利润	4,537	4,498	3,559	4,502	5,507
每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.351	0.311	0.381
核心每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.246	0.311	0.381
每股股息(人民币)	0	0.1	0.113	0.1	0.122
收入增长(%)	4	5	8	10	11
息税前利润增长(%)	211	(5)	(58)	84	32
息税折旧前利润增长(%)	53	8	(14)	23	15
每股收益增长(%)	32	(8)	8	(11)	22
核心每股收益增长(%)	32	(8)	(24)	26	22

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	5,667	6,497	7,159	6,321	7,910
折旧与摊销	10,761	12,608	13,990	15,418	16,730
净利息费用	2,123	2,603	3,140	3,454	3,879
运营资本变动	1,915	1,800	647	552	1,142
税金	(1,210)	(1,542)	(1,575)	(1,374)	(1,847)
其他经营现金流	5,161	3,020	(12)	1,007	833
经营活动产生的现金流	24,417	24,986	23,349	25,377	28,647
购买固定资产净值	(33,381)	(34,748)	(30,220)	(22,343)	(27,297)
投资减少/增加	5,571	4,665	4,450	3,560	4,696
其他投资现金流	(82)	(6,996)	3,306	1,281	3,009
投资活动产生的现金流	(27,892)	(37,079)	(22,464)	(17,502)	(19,592)
净增权益	2,855	8,540	0	0	0
净增债务	17,681	(9,980)	3,239	(2,508)	(3,510)
支付股息	(38)	(772)	(747)	(1,668)	(1,490)
其他融资现金流	(9,415)	6,846	(3,244)	(3,568)	(3,997)
融资活动产生的现金流	11,083	4,634	(752)	(7,743)	(8,997)
现金变动	7,608	(7,459)	133	132	58
期初现金	1,355	9,080	1,695	1,835	1,996
公司自由现金流	(3,475)	(12,093)	885	7,875	9,055
权益自由现金流	11,141	(24,772)	880	1,800	1,548

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	9,115	1,738	1,878	2,039	2,123
应收帐款	2,867	2,660	2,896	3,187	3,547
库存	2,056	2,248	2,481	2,686	2,980
其他流动资产	9,040	9,242	10,062	11,072	12,320
流动资产总计	23,078	15,888	17,317	18,985	20,969
固定资产	133,242	153,180	168,134	173,604	181,678
无形资产	11,522	11,624	11,703	11,809	11,892
其他长期资产	30,150	31,632	34,431	36,725	39,305
长期资产总计	174,914	196,436	214,268	222,138	232,875
总资产	197,992	212,324	231,585	241,123	253,844
应付帐款	3,712	3,376	3,711	3,571	3,464
短期债务	44,323	35,289	37,933	37,403	36,537
其他流动负债	26,352	29,417	30,909	32,883	35,791
流动负债总计	74,387	68,082	72,553	73,857	75,793
长期借款	74,788	82,484	92,521	97,594	103,649
其他长期负债	8,886	9,392	9,543	9,719	10,058
股本	13,140	14,467	14,467	14,467	14,467
储备	24,271	34,983	39,119	41,694	45,571
股东权益	37,411	49,450	53,586	56,161	60,038
少数股东权益	2,520	2,916	3,382	3,793	4,308
总负债及权益	197,992	212,324	231,585	241,123	253,844
每股帐面价值(人民币)	2.85	3.42	3.7	3.88	4.15
每股有形资产(人民币)	1.97	2.61	2.9	3.07	3.33
每股净负债/(现金)(人民币)	8.37	8.02	8.89	9.19	9.55

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	19.3	19.8	15.8	17.7	18.3
息税前利润率(%)	7.8	7.1	2.7	4.6	5.4
税前利润率(%)	6	6.6	6.7	5.4	6.1
净利率(%)	4.8	4.5	4.7	3.8	4.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
利息覆盖率(倍)	3.4	2.6	0.9	1.5	1.8
净权益负债率(%)	275.6	221.7	225.8	221.8	214.6
速动比率(倍)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	11	11.9	11	12.5	10.2
核心业务市盈率(倍)	11	11.9	15.8	12.5	10.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.6	11.5	15.2	12	9.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.4	1.1	1	1	0.9
价格/现金流(倍)	2	2.1	2.4	2.2	2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	8.8	11	9.2	8.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	11.8	11.2	10.7	10.8	10.8
应收帐款周转天数	13.1	10.2	9.5	9.5	9.5
应付帐款周转天数	11.3	13.1	12.1	11.3	9.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0	32.2	32.2	32.2	32.2
净资产收益率(%)	13.5	10.4	9.9	8.2	9.5
资产收益率(%)	3.6	2.6	1	1.8	2.2
已运用资本收益率(%)	5.1	4.3	1.7	2.9	3.6

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士，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