



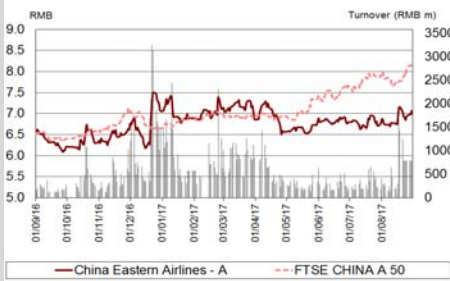
股票代码	600115.CH	0670.HK
评级	买入	买入
原评级	持有	持有
收盘价	人民币 6.98	港币 4.31
目标价	人民币 8.00	港币 5.20
原目标价	人民币 7.10	港币 4.30
上/下浮比例	+15%	+21%
目标价格基础	A-H 溢价	市净率-净资产收益率
板块评级	增持	中立

东方航空

2017年上半年业绩高于预期，上调评级至买入

2017年上半年，东方航空收入同比增长4.5%，客运收入同比增长9.7%，符合预期。净利润同比增长34.4%。除去出售东航物流收益17.54亿元人民币，经常性净利润同比下降9.1%，也比我们预期的要好，主要得益于成本控制。2017年上半年乘客收益率仅同比下降0.2%，其中国内乘客收益率同比增长1.5%，国际乘客收益率同比下降3.9%，客座率上升0.5个百分点。考虑到良好的收益率前景、稳定的油价以及人民币汇率前景，我们预计2017年包括资产处置收益在内的净利润将同比增长29.2%。我们认为东方航空的乘客收益率接近最低水平，未来将有所改善，我们上调H股和A股评级至买入。H股目标价5.20港币对应1.2倍市净率。

股价表现—A股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(1.3)	3.1	2.5	7.2
相对新华富时A50指数	(23.4)	(19.1)	(7.8)	(16.8)

发行股数(百万)	14,467
流通股(%)	26
流通股市值(人民币 百万)	100,980
3个月日均交易额(人民币 百万)	361
净负债率(%) (2017E)	222
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8月31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 - 1H17 results beat; upgrade to BUY》的中文译本，英文原稿已于2017年9月1日出版

评级风险

- **关注客运收益率改善。**2017年，总可用座公里预计增长10%，其中国际可用座公里同比增长14%，低于2015和2016年水平。管理层表示东方航空未来将关注乘客收益率的改善，而非积极扩张市场份额，因为主要的航权和枢纽机场的时刻已基本被划分，并且行业供需前景乐观。国内乘客收益率增长，国际乘客收益率减速放缓，但客座率有所改善。
- **上调盈利预测。**预计2017年运输收入同比增长6.4%，客座率前景稳定。由于机队结构改善，2017年上半年经营和维修成本同比出现下降，并将进一步同比改善。人民币汇率将保持稳定，我们预计2017-19年布伦特原油价格将保持在52/52/54美元/桶的地位。我们将2017-19年净利润预测上调12-15%。

估值

- 我们预计2017-18年东方航空净资产收益率分别为11.2%/9.3%。我们将H股目标市净率从1.1倍上调至1.2倍，因为公司的盈利和净资产收益率前景良好。基于新目标价5.2港币对应1.2倍2017年市净率，将H股评级上调至**买入**。
- 从双市场上市的公司估值来看，我们认为H股和A股市场已达到稳定的状态。东方航空历史平均A-H股溢价为77%，我们将H股目标价上调至8元人民币，上调评级至**买入**。

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	101,381	110,125	122,022
变动(%)	5	5	3	9	11
净利润(人民币 百万)	4,541	4,508	5,834	5,169	6,128
全面摊薄每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.403	0.357	0.424
变动(%)	31.4	(7.9)	23.5	(11.4)	18.6
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)	-	-	0.350	0.307	0.373
调整幅度(%)	-	-	15.4	16.5	13.5
核心每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.309	0.357	0.424
变动(%)	31.4	(7.9)	(5.4)	15.6	18.6
全面摊薄市盈率(倍)	19.7	21.4	17.3	19.5	16.5
核心市盈率(倍)	19.7	21.4	22.6	19.5	16.5
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.129	0.115	0.138
股息率(%)	0.0	1.4	1.9	1.7	2.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	21.4	0.0	(5.7)	7.0
相对恒生中国企业指数	1.7	(3.9)	(11.8)	(11.0)
发行股数(百万)				14,467
流通股(%)				34
流通股市值(港币 百万)				62,353
3个月日均交易额(港币 百万)				36
净负债率(%) (2017E)				222
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8月31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	101,735	110,509	122,448
变动(%)	4	5	3	9	11
净利润(人民币 百万)	4,537	4,498	5,809	5,188	6,186
全面摊薄每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.402	0.359	0.428
变动(%)	31.6	(8.0)	23.3	(10.7)	19.2
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)	-	-	0.351	0.311	0.381
调整幅度(%)	-	-	14.4	15.2	12.3
核心每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.307	0.359	0.428
变动(%)	31.6	(8.0)	(5.6)	16.7	19.2
全面摊薄市盈率(倍)	10.3	11.2	9.0	10.1	8.5
核心市盈率(倍)	10.3	11.2	11.8	10.1	8.5
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.129	0.115	0.138
股息率(%)	0.0	2.8	3.6	3.2	3.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2017 年上半年业绩回顾

	1H16	1H17	同比(%)	
总可用座公里(百万座公里)	98,975	108,404	9.5	
总收入客公里(百万客公里)	80,003	88,147	10.2	
客座率(%)	80.8	81.3	0.5pts	
每收入客公里乘客收益率(人民币)	0.511	0.510	(0.2)	
- 国内	0.527	0.535	1.5	
- 国际	0.466	0.448	(3.9)	
- 港澳台	0.729	0.714	(2.1)	
(人民币, 百万)	1H16	1H17E	同比(%)	中银国际预测 1H17E
收入	46,335	48,423	4.5	49,419
其他收益	2,774	4,766	71.8	4,534
经营费用	(41,951)	(46,859)	11.7	(48,192)
- 燃料成本	(8,363)	(12,139)	45.2	(11,789)
经营利润	7,158	6,330	(11.6)	5,760
应占合营公司利润及其他投资	96	144	50.0	-
净利息费用	(2,683)	(701)	(73.9)	(586)
- 汇兑收益/(损失)	(1,355)	674	n.a.	985
税前利润	4,571	5,773	26.3	5,362
所得税	(1,041)	(1,152)	10.7	(1,180)
可分配净利润	3,230	4,341	34.4	3,905
剔除资产处置收益的净利润	3,230	2,937	(9.1)	2,570

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 2. 2017 年上半年经营数据回顾

	1H16	1H17	同比(%)
总可用座公里 (百万座公里)	98,936	108,404	9.6
- 国内	62,155	67,553	8.7
- 国际	33,935	37,945	11.8
- 港澳台	2,847	2,906	2.1
总收入客人公里 (百万客公里)	80,013	88,147	10.2
- 国内	50,640	56,164	10.9
- 国际	27,179	29,688	9.2
- 港澳台	2,194	2,295	4.6
客座率 (%)	80.87	81.31	0.44pts
- 国内	81.47	83.14	1.67pts
- 国际	80.09	78.24	(1.85pts)
- 港澳台	77.09	78.97	1.88pts
乘客-每千米收益率(人民币)	0.511	0.51	(0.2)
- 国内	0.527	0.535	1.5
- 国际	0.466	0.448	(3.9)
- 港澳台	0.729	0.714	(2.1)
收入货运吨公里 (百万吨公里)	1,265	1,366	8.0
- 国内	434.98	427.55	(1.7)
- 国际	808	915	13.2
- 港澳台	22.27	24.34	9.3
载货率 (%)	37.81	38.17	0.36pts
- 国内	39.73	37.26	(2.47pts)
- 国际	37.25	39.21	1.96pts
- 港澳台	27.09	24.37	(2.72pts)
货运吨公里收益率(人民币)	1.084	1.238	14.2
- 国内	0.974	0.982	0.8
- 国际	1.061	1.306	23.1
- 港澳台	2.602	3.205	23.2

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 3. 财务预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
可用座公里 (百万座公里)	181,793	206,249	227,118	245,932	272,806
同比 (%)	13.2	13.5	10.1	8.3	10.9
收入客公里 (百万客公里)	146,342	167,529	185,142	201,545	223,928
同比 (%)	14.6	14.5	10.5	8.9	11.1
客座率	80.5	81.2	81.5	82.0	82.1
<i>(人民币 百万)</i>					
收入	93,969	98,904	101,735	110,509	122,448
同比 (%)	4.2	5.3	2.9	8.6	10.8
- 客运收入	78,585	83,577	91,645	100,665	112,264
- 货邮收入	6,491	5,977	3,598	3,002	3,035
- 其他收入	8,893	9,350	6,492	6,843	7,149
燃料成本	(20,312)	(19,626)	(24,014)	(25,241)	(28,234)
员工薪酬福利	(16,459)	(18,145)	(19,023)	(20,187)	(22,169)
折旧和摊销	(10,471)	(12,154)	(13,657)	(15,057)	(16,364)
其他成本	(39,377)	(41,964)	(42,522)	(45,301)	(49,298)
经营利润	12,625	12,486	10,392	10,686	12,477
净财务成本	(7,110)	(6,176)	(2,369)	(3,562)	(3,773)
汇兑收益/损失, 净值	(4,987)	(3,573)	765	(113)	102
净利润	4,537	4,498	5,809	5,188	6,186
同比 (%)	33.0	(0.9)	29.2	(10.7)	19.2

资料来源：公司数据，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（对照我们的预测）对公司净利润和净资产收益率的影响。

图表 4. 东方航空盈利和净资产收益率的敏感性分析

	2017E			2018E		
	净利润 人民币百万	%	净资产收益率 变动(百分点)	净利润 人民币百万	%	净资产收益率 变动(百分点)
人民币贬值 1%	(305)	(5.2)	(0.6)	(174)	(3.4)	(0.2)
布伦特原油价格上涨 1 美元	(319)	(5.5)	(0.6)	(335)	(6.5)	(0.5)

资料来源：中银国际研究预测

估值对比

图表 5. 航空公司对比

股票代码	公司名称	市值 (港币 百万)	收盘价 (当地货币)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			净资产收益率 (%)			企业价值/息税折 旧摊销前利润 (倍)		
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
H 股航空															
670 HK	东方航空	20,081	4.31	11.2	9.1	10.1	1.1	1.0	0.9	2.8	3.6	3.2	10.4	11.2	9.3
1055 HK	南方航空	18,730	6.11	10.0	8.7	7.9	1.2	1.0	0.9	1.9	2.3	2.5	51.4	59.2	65.0
753 HK	中国国航	31,756	6.96	10.6	10.2	9.4	1.1	1.0	0.9	2.0	1.8	2.1	10.6	9.9	9.8
293 HK	国泰航空	45,711	11.62	n.a.	n.a.	61.8	0.8	0.8	0.8	0.4	0.1	0.5	(0.9)	(2.7)	1.5
平均				10.6	9.3	22.3	1.0	1.0	0.9	1.8	1.9	2.1	17.9	19.4	21.4
A 股航空															
600029 CH	南方航空	69,176	8.77	17.0	14.6	13.2	2.0	1.8	1.6	1.1	1.3	1.5	12.3	13.1	13.0
601111 CH	中国国航	103,725	9.27	16.7	15.2	13.9	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2	1.3	10.6	10.4	10.2
600115 CH	东方航空	76,897	6.98	21.4	17.3	19.5	2.1	1.9	1.8	1.4	1.9	1.7	11.0	11.7	9.6
600221 CH	海南航空	65,928	3.30	15.7	14.5	13.2	1.1	1.0	1.0	1.6	1.2	1.2	7.3	6.6	7.1
601021 CH	春秋航空	32,762	34.52	29.0	23.5	20.0	3.8	3.3	2.8	0.5	0.5	0.6	12.7	12.8	13.9
603885 CH	吉祥航空	32,530	15.27	15.0	18.1	15.3	2.6	3.3	2.9	3.3	1.6	1.6	21.7	16.0	16.6
平均				19.1	17.2	15.9	2.2	2.2	1.9	1.5	1.3	1.3	12.6	11.8	11.7
其他亚洲上市航空															
SIA SP	Singapore Airlines	70,179	10.31	14.9	22.3	25.9	0.9	0.9	0.9	4.4	3.3	2.5	5.5	4.4	3.6
2610 TT	China Airlines	18,185	12.80	128.0	37.2	9.6	1.3	1.2	1.1	0.0	0.5	0.0	2.5	4.0	6.2
2618 TT	Eva Airways	17,015	15.70	18.3	16.9	18.0	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	0.8	7.6	7.2	5.3
003490 KS	Korean Air Lines	21,894	33,200.00	(4.3)	4.7	7.9	1.4	1.1	1.0	0.0	0.1	0.1	11.9	29.2	12.9
020560 KS	Asiana Airlines	6,400	4,485.00	17.0	5.5	10.8	1.0	0.9	0.8	0.0	0.0	0.0	6.0	16.5	7.5
9202 JP	ANA Holdings	101,473	407.80	18.2	16.9	10.7	1.8	1.6	1.4	1.2	1.5	1.6	10.3	10.2	13.5
9201 JP	Japan Airlines	94,562	3,778.00	7.8	8.3	11.6	1.6	1.4	1.3	3.2	2.7	2.7	22.1	17.8	11.7
QAN AU	Qantas Airways	63,873	5.72	10.8	10.8	9.5	3.4	2.8	2.7	1.2	2.6	3.2	30.5	27.5	29.6
AIR NZ	Air New Zealand	22,439	3.57	7.1	10.6	10.1	1.9	2.0	1.9	5.6	6.4	5.7	27.6	18.0	19.1
平均				24.2	14.8	12.7	1.6	1.4	1.4	1.9	2.0	1.8	13.8	15.0	12.2
其他地区上市航空															
UAL US	United Continental	147,641	62.02	7.2	8.0	7.1	2.3	1.9	1.6	0.0	0.0	0.0	32.0	25.4	22.7
DAL US	Delta Air Lines	265,314	46.83	8.8	8.6	7.8	2.8	2.2	1.8	1.5	2.1	2.7	34.7	29.4	24.9
AAL US	American Airlines	168,895	44.32	7.8	8.6	7.8	5.9	4.9	3.6	0.9	1.0	1.6	67.5	58.7	45.0
ALK US	Alaska Air Group	71,652	74.13	10.1	9.5	8.8	3.1	2.6	2.1	1.5	1.6	1.8	33.3	29.1	26.2
LHA GR	Deutsche Lufthansa	90,559	20.75	7.0	5.9	6.0	1.4	1.1	1.0	2.4	3.3	3.4	21.7	21.7	18.2
AF FP	Air France-KLM	35,871	12.88	4.4	5.6	5.1	3.0	1.8	1.3	0.0	0.0	0.2	58.2	44.7	30.3
平均				7.5	7.7	7.1	3.1	2.4	1.9	1.0	1.3	1.6	41.2	34.8	27.9

资料来源：彭博，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	101,381	110,125	122,022
销售成本	(67,085)	(70,709)	(76,974)	(82,417)	(91,512)
经营费用	(9,050)	(8,712)	(8,514)	(8,241)	(8,118)
息税折旧前利润	7,242	6,995	2,166	4,339	5,957
折旧及摊销	(10,467)	(12,144)	(13,728)	(15,127)	(16,435)
经营利润(息税前利润)	17,709	19,139	15,894	19,467	22,392
净利息收入(费用)	(2,282)	(2,820)	(3,147)	(3,467)	(3,894)
其他收益/(损失)	711	2,332	9,223	6,425	6,775
税前利润	5,671	6,507	8,242	7,297	8,838
所得税	(624)	(1,542)	(1,830)	(1,614)	(2,085)
少数股东权益	(506)	(457)	(578)	(515)	(626)
净利润	4,541	4,508	5,834	5,169	6,128
核心净利润	4,541	4,508	4,469	5,169	6,128
每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.403	0.357	0.424
核心每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.309	0.357	0.424
每股股息(人民币)	0	0.1	0.129	0.115	0.138
收入增长(%)	5	5	3	9	11
息税前利润增长(%)	318	(3)	(69)	100	37
息税折旧前利润增长(%)	62	8	(17)	22	15
每股收益增长(%)	31	(8)	24	(11)	19
核心每股收益增长(%)	31	(8)	(5)	16	19

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	8,242	7,297	8,838
折旧与摊销	10,467	12,144	13,728	15,127	16,435
净利息费用	2,282	2,820	3,147	3,467	3,894
运营资本变动	1,334	2,286	78	660	1,349
税金	(624)	(1,542)	(1,830)	(1,614)	(2,085)
其他经营现金流	5,287	2,842	(1,003)	(123)	(336)
经营活动产生的现金流	24,417	25,057	22,361	24,815	28,095
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	4,620	2,626	4,410
投资活动产生的现金流	(27,892)	(37,344)	(21,178)	(16,178)	(18,213)
净增权益	2,855	8,540	0	0	0
净增债务	17,681	8,702	2,944	(3,022)	(4,059)
支付股息	(38)	(796)	(783)	(1,934)	(1,748)
其他融资现金流	(9,415)	(11,812)	(3,233)	(3,556)	(3,986)
融资活动产生的现金流	11,083	4,634	(1,071)	(8,511)	(9,794)
现金变动	7,608	(7,653)	112	126	89
期初现金	1,355	9,080	1,695	1,744	1,879
公司自由现金流	(3,475)	(12,287)	1,183	8,637	9,883
权益自由现金流	11,141	(6,791)	894	2,060	1,837

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	1,744	1,879	1,959
应收帐款	2,867	2,630	2,829	3,079	3,425
库存	2,056	2,248	2,481	2,686	2,980
其他流动资产	9,040	9,272	9,871	10,740	11,939
流动资产总计	23,078	15,888	16,925	18,384	20,302
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	229,073	238,247	250,980
应付帐款	9,810	10,811	10,259	10,436	10,927
短期债务	13,382	17,671	8,165	8,887	9,884
其他流动负债	51,192	39,597	53,026	52,914	53,007
流动负债总计	74,384	68,079	71,449	72,237	73,818
长期借款	78,534	86,404	92,377	97,196	102,981
其他长期负债	5,140	5,472	9,557	9,732	10,071
股本	13,140	14,467	14,467	14,467	14,467
储备	21,997	32,719	37,803	40,745	45,226
股东权益	35,137	47,186	52,270	55,212	59,693
少数股东权益	2,514	2,910	3,421	3,870	4,416
总负债及权益	195,709	210,051	229,073	238,247	250,980
每股帐面价值(人民币)	2.67	3.26	3.61	3.82	4.13
每股有形资产(人民币)	1.81	2.47	2.8	3	3.3
每股净负债/(现金)(人民币)	6.3	7.08	6.83	7.2	7.67

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(%)	18.9	19.4	15.7	17.7	18.4
息税前利润率(%)	7.7	7.1	2.1	3.9	4.9
税前利润率(%)	6	6.6	8.1	6.6	7.2
净利率(%)	4.8	4.6	5.8	4.7	5
流动性					
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	0.7	1.2	1.5
净权益负债率(%)	220	204.4	177.4	176.4	173
速动比率(倍)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	19.7	21.4	17.3	19.5	16.5
核心业务市盈率(倍)	19.7	21.4	22.6	19.5	16.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	22.6	24.5	25.9	22.4	18.9
市净率(倍)	2.6	2.1	1.9	1.8	1.7
价格/现金流(倍)	3.7	3.8	4.5	4.1	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.9	10.7	12.6	10.6	9.6
周转率					
存货周转天数	11.7	11.1	11.2	11.4	11.3
应收帐款周转天数	13.1	10.2	9.8	9.8	9.7
应付帐款周转天数	40.8	38.2	37.9	34.3	32
回报率					
股息支付率(%)	0	32.1	32	32.3	32.5
净资产收益率(%)	14.5	11	11.7	9.6	10.7
资产收益率(%)	3.6	2.6	0.8	1.4	1.9
已运用资本收益率(%)	5.9	5	1.5	2.8	3.5

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	93,969	98,904	101,735	110,509	122,448
销售成本	(66,704)	(70,167)	(76,018)	(80,921)	(89,426)
经营费用	(9,154)	(9,184)	(9,201)	(9,440)	(9,902)
息税折旧前利润	7,350	7,015	2,520	4,724	6,383
折旧及摊销	(10,761)	(12,538)	(13,997)	(15,425)	(16,737)
经营利润(息税前利润)	18,111	19,553	16,517	20,149	23,120
净利息收入/(费用)	(2,123)	(2,603)	(3,134)	(3,449)	(3,875)
其他收益/(损失)	440	2,085	8,832	6,042	6,388
税前利润	5,667	6,497	8,218	7,317	8,896
所得税	(624)	(1,542)	(1,830)	(1,614)	(2,085)
少数股东权益	(506)	(457)	(578)	(515)	(626)
净利润	4,537	4,498	5,809	5,188	6,186
核心净利润	4,537	4,498	4,446	5,188	6,186
每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.402	0.359	0.428
核心每股收益(人民币)	0.354	0.326	0.307	0.359	0.428
每股股息(人民币)	0	0.1	0.129	0.115	0.138
收入增长(%)	4	5	3	9	11
息税前利润增长(%)	211	(5)	(64)	87	35
息税折旧前利润增长(%)	53	8	(16)	22	15
每股收益增长(%)	32	(8)	23	(11)	19
核心每股收益增长(%)	32	(8)	(6)	17	19

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	8,218	7,317	8,896
折旧与摊销	10,761	12,538	13,997	15,425	16,737
净利息费用	2,123	2,603	3,134	3,449	3,875
运营资本变动	1,915	1,690	(56)	484	1,129
税金	(1,210)	(1,261)	(1,830)	(1,614)	(2,085)
其他经营现金流	5,161	2,990	(1,102)	(245)	(458)
经营活动产生的现金流	24,417	25,057	22,361	24,815	28,095
购买固定资产净值	(33,381)	(38,397)	(30,220)	(22,343)	(27,297)
投资减少/增加	5,571	1,263	4,450	3,560	4,696
其他投资现金流	(82)	(210)	4,592	2,604	4,388
投资活动产生的现金流	(27,892)	(37,344)	(21,178)	(16,178)	(18,213)
净增权益	2,855	8,540	0	0	0
净增债务	17,681	8,702	2,944	(3,022)	(4,059)
支付股息	(38)	(796)	(783)	(1,934)	(1,748)
其他融资现金流	(9,415)	(11,812)	(3,233)	(3,556)	(3,986)
融资活动产生的现金流	11,083	4,634	(1,071)	(8,511)	(9,794)
现金变动	7,608	(7,653)	112	126	89
期初现金	1,355	9,080	1,695	1,744	1,879
公司自由现金流	(3,475)	(12,287)	1,183	8,637	9,883
权益自由现金流	11,141	(6,791)	894	2,060	1,837

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	1,787	1,922	2,002
应收帐款	2,867	2,660	2,829	3,079	3,425
库存	2,056	2,248	2,481	2,686	2,980
其他流动资产	9,040	9,242	9,828	10,697	11,896
流动资产总计	23,078	15,888	16,925	18,384	20,302
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	231,193	240,522	253,177
应付帐款	3,712	3,376	3,423	3,239	3,148
短期债务	44,323	35,289	37,783	36,991	35,847
其他流动负债	26,352	29,417	30,243	32,007	34,824
流动负债总计	74,387	68,082	71,449	72,237	73,818
长期借款	74,788	82,484	92,377	97,196	102,981
其他长期负债	8,886	9,392	9,557	9,732	10,071
股本	13,140	14,467	14,467	14,467	14,467
储备	24,271	34,983	39,923	43,019	47,424
股东权益	37,411	49,450	54,390	57,486	61,891
少数股东权益	2,520	2,916	3,421	3,870	4,416
总负债及权益	197,992	212,324	231,193	240,522	253,177
每股帐面价值(人民币)	2.85	3.42	3.76	3.97	4.28
每股有形资产(人民币)	1.97	2.61	2.95	3.16	3.46
每股净负债/(现金)(人民币)	8.37	8.02	8.88	9.15	9.46

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(%)	19.3	19.8	16.2	18.2	18.9
息税前利润率(%)	7.8	7.1	2.5	4.3	5.2
税前利润率(%)	6	6.6	8.1	6.6	7.3
净利率(%)	4.8	4.5	5.7	4.7	5.1
流动性					
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	0.8	1.3	1.6
净权益负债率(%)	275.6	221.7	222.1	215.6	206.4
速动比率(倍)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	10.3	11.2	9	10.1	8.5
核心业务市盈率(倍)	10.3	11.2	11.8	10.1	8.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.4	13.5	14.3	12.2	10.2
市净率(倍)	1.3	1.1	1	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	1.9	2	2.3	2.1	1.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.7	8.7	11	9.3	8.3
周转率					
存货周转天数	11.8	11.2	11.4	11.7	11.6
应收帐款周转天数	13.1	10.2	9.8	9.8	9.7
应付帐款周转天数	11.3	13.1	12.2	11	9.5
回报率					
股息支付率(%)	0	32.2	32.2	32.2	32.2
净资产收益率(%)	13.5	10.4	11.2	9.3	10.4
资产收益率(%)	3.6	2.6	0.9	1.6	2
已运用资本收益率(%)	5.1	4.3	1.5	2.5	3.2

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。

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