



股票代码	600029.CH	1055.HK
评级	买入	持有
收盘价	人民币 8.85	港币 6.17
目标价	人民币 10.50	港币 6.50
上/下浮比例	+19%	+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	中立

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	26.1	10.5	4.1	19.3
相对新华富时 A50 指数	4.0	(16.3)	(6.6)	(5.3)

发行股数 (百万)	9,953
流通股 (%)	35
流通股市值 (人民币 百万)	62,150
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	476
净负债率 (%) (2017E)	173
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 8 月 30 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 – Stronger earnings expected in 2H17》的中文译本，英文原稿已于 2017 年 8 月 31 日出版

南方航空

17 年下半年盈利预期走强

南方航空 17 年上半年营业收入同比增长 11.8%，运输收入同比增长 11.6%，符合我们的预测。总 RPK (收入客公里) 同比增长 12.5%，航班客座率提升 2.2 个百分点。总客运收益同比下降 2.0%，其中国内收益保持稳定，国际收益同比下降 7.5%，地区收益同比增长 9.7%。相比 16 年上半年 15.16 亿人民币的兑汇亏损，17 年上半年录得兑汇收益 5.61 亿人民币，但净利润同比仍下滑 11.1%，主要是因为油价上涨和 ASK (可用座公里) 平均燃油消耗量上升导致燃油成本增加。鉴于油价和人民币汇率前景稳定，加之供需前景健康，我们预测 17 年下半年业绩好于上半年。我们对 H 股和 A 股分别维持持有和买入评级，目标价分别为 6.50 港币和 10.50 人民币。

支撑评级的要点

- 由于国际 ASK 增长放缓，17 年下半年国际客运收益可能继续下降，但降幅缩窄。公司预测 17 年下半年总 ASK 同比增长 12%，国内 ASK 和国际 ASK 同比分别增长 11% 和 14%。17 年下半年和 17 年全年公司及全行业运能增长同比将有所放缓。
- 我们预测 2017 年净利润同比增长 17%，尽管 17 年上半年出现下滑。据公司公告，2017 年夏季业务延续 2016 年开始的强劲势头，客座率有所上升，收益保持稳定。我们预测 17 年下半年运输收入同比增长 11.3%，客座率稳定，收益略有下降。鉴于 17 年下半年油价同比涨幅缩窄，加之人民币贬值导致 16 年下半年出现 17.6 亿人民币巨额亏损的情况 17 年下半年不大可能发生，我们预测 17 年下半年净利润高于 17 年上半年。我们小幅上调了 2017-18 年净利润预测。我们预测 2017-19 年布伦特油价分别为每桶 52/52/54 美元。

估值

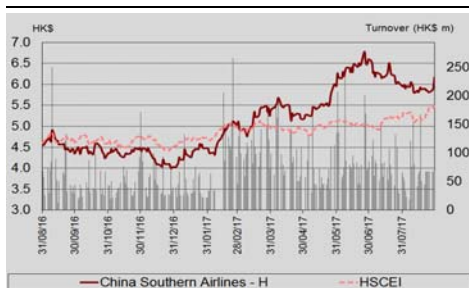
- 我们预测 2017/18 年公司净资产收益率分别为 12.6%/12.4%。鉴于盈利和净资产收益率前景正面，我们认为 H 股 1.12 倍的目标市净率是合理的。我们维持对 H 股的持有评级及 6.50 港币的目标价。
- 以中港两地上市公司的估值来看，我们认为 A 股和 H 股市场的关系已相对稳定。由于过去两年该股 A-H 股平均溢价为 78%，我们维持对 A 股的买入评级和 10.50 人民币的目标价。

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	127,738	140,844	152,647
变动 (%)	3	3	11	10	8
净利润 (人民币 百万)	3,851	5,055	5,991	6,687	7,305
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.392	0.515	0.602	0.663	0.724
变动 (%)	117.2	31.3	16.9	10.1	9.3
市场预期每股收益 (人民币)			0.391	0.394	0.718
核心每股收益 (人民币)	-	-	0.568	0.616	0.736
变动 (%)	-	-	6.1	7.6	(1.6)
全面摊薄市盈率 (倍)	0.392	0.515	0.602	0.663	0.724
核心市盈率 (倍)	117.2	31.3	16.9	10.1	9.3
每股现金流量 (人民币)	22.6	17.2	14.7	13.4	12.2
价格/每股现金流量 (倍)	22.6	17.2	14.7	13.4	12.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	8.7	9.3	10.1	9.1	8.4
每股股息 (人民币)	0.080	0.100	0.116	0.127	0.139
股息率 (%)	0.9	1.1	1.3	1.4	1.6

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	53.1	2.2	2.8	30.7
相对恒生中国企业指数	32.0	(3.6)	(4.3)	12.2
发行股数(百万)				9,953
流通股(%)				63
流通股市值(港币 百万)				18,914
3个月日均交易额(港币 百万)				85
净负债率(%) (2017E)				173
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8月30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	127,948	141,076	152,898
变动(%)	3	3	11	10	8
净利润(人民币 百万)	3,736	5,044	5,889	6,555	7,139
全面摊薄每股收益(人民币)	0.381	0.514	0.592	0.650	0.708
变动(%)	110.2	35.0	15.2	9.8	8.9
市场预期每股收益(人民币)			0.489	0.507	0.628
核心每股收益(人民币)	-	-	0.557	0.601	0.716
变动(%)	-	-	6.3	8.1	(1.1)
全面摊薄市盈率(倍)	0.381	0.514	0.592	0.650	0.708
核心市盈率(倍)	110.2	35.0	15.2	9.8	8.9
每股现金流量(人民币)	13.7	10.1	8.8	8.0	7.4
价格/每股现金流量(倍)	13.7	10.1	8.8	8.0	7.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.1	7.6	8.4	7.5	6.9
每股股息(人民币)	0.080	0.100	0.116	0.127	0.139
股息率(%)	1.5	1.9	2.2	2.4	2.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1.17 年上半年业绩摘要(国际会计准则)

(人民币, 百万)	1H16	1H17	同比(%)	1H17E
经营收入	54,119	60,488	11.8	59,601
经营费用	(48,636)	(57,854)	19.0	(56,360)
-燃料成本	(10,259)	(15,402)	50.1	(14,582)
其他净收入	1,568	1,948	24.2	1,588
经营利润	7,051	4,582	(35.0)	4,829
净利息费用	(1,161)	(1,286)	10.8	
应占共同控制实体利润	413	316	(23.5)	
净兑汇亏损	(1,516)	561	(137.0)	991
所得税前利润	4,787	4,173	(12.8)	4,770
所得税	(1,096)	(962)	(12.2)	(1,043)
股东净利润	3,118	2,772	(11.1)	3,187
每股盈利	0.32	0.28	(12.5)	0.32

资料来源：公司数据，彭博，中银国际研究预测

图表 2. 17 年上半年经营数据摘要

	1H16	1H17	同比(%)
ASK (百万座-公里)			
国内	85,775	93,410	8.90
地区	2,260	1,879	(16.86)
国际	34,865	39,195	12.42
合计	122,900	134,484	9.43
RPK (百万 客-公里)			
国内	68,572	77,157	12.52
地区	1,673	1,399	(16.41)
国际	28,161	32,145	14.14
合计	98,407	110,700	12.49
载客率 (%)			
国内	79.94	82.6	2.66ppts
地区	74.04	74.44	0.40ppt
国际	80.77	82.01	1.24ppts
合计	80.07	82.31	2.24ppts
RPK 平均收益 (人民币)			
国内	0.53	0.53	0.00
地区	0.72	0.79	9.72
国际	0.4	0.37	(7.50)
合计	0.49	0.48	(2.04)
RFTK 平均收益 (人民币)			
国内	1.17	1.17	0.00
地区	4	4.03	0.75
国际	1.03	1.24	20.39
合计	1.08	1.23	13.89

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 财务预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入客公里 总计(百万客公里)	189,588	206,106	233,612	259,202	280,851
同比 (%)	13.8	8.7	13.3	11.0	8.4
乘客运载率 (%)	80.5	80.5	82.2	82.3	82.4
(人民币 百万)					
收入	111,652	114,981	127,948	141,076	152,898
同比 (%)	2.8	3.0	11.3	10.3	8.4
-运输收入	107,099	109,693	122,295	135,072	146,581
-其他经营收入	4,553	5,288	5,653	6,004	6,317
燃料成本	(26,274)	(23,799)	(31,804)	(34,579)	(38,844)
飞机和运输服务收入	(17,908)	(20,215)	(22,695)	(25,387)	(27,462)
机组人员工资和福利	(11,845)	(12,619)	(13,562)	(15,027)	(16,351)
其他成本	(45,465)	(49,571)	(53,434)	(57,861)	(61,369)
经营利润	13,438	12,612	9,982	11,755	12,404
净财务成本	(1,935)	(2,376)	(2,499)	(2,618)	(2,631)
净兑汇亏损	(5,953)	(3,276)	606	(100)	96
净利润	3,736	5,044	5,889	6,555	7,139
同比 (%)	110.2	35.0	16.8	11.3	8.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

敏感性分析

我们的敏感性分析反映了油价和人民币汇率变动 (相比我们的预测) 对净利润和净资产收益率的影响。

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

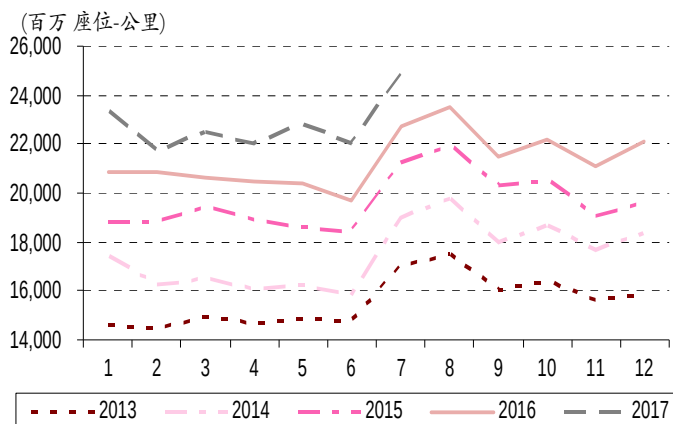
	2017E		净资产收益率 变化 (百分点)	2018E		净资产收益率 变化 (百分点)
	净利润 (人民币 百万)	(%)		净利润 (人民币 百万)	(%)	
人民币贬值 1%	(386)	(6.6)	(0.8)	(252)	(3.9)	(0.4)
国际油价上升 1 美元	(433)	(7.3)	(0.9)	(479)	(7.3)	(0.8)

资料来源: 中银国际研究预测

附录:

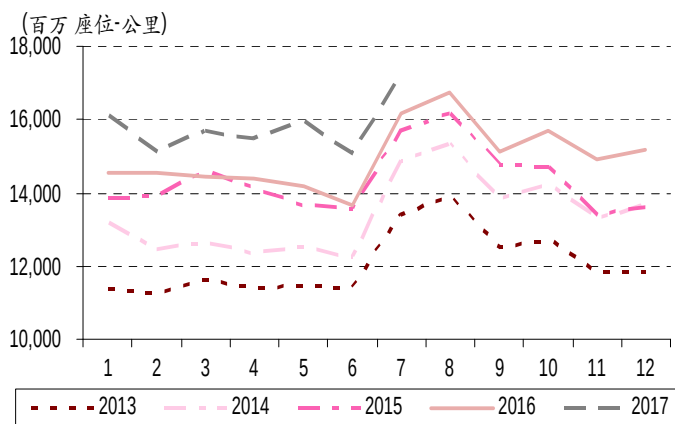
可用座公里(ASK)

图表3. 南方航空总可用座公里



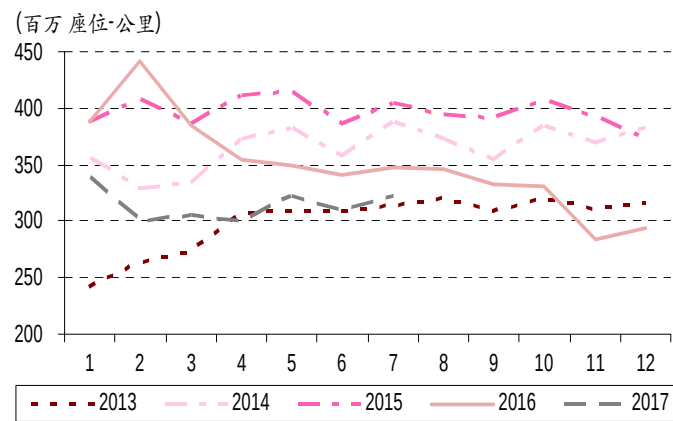
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表4. 南方航空国内可用座公里



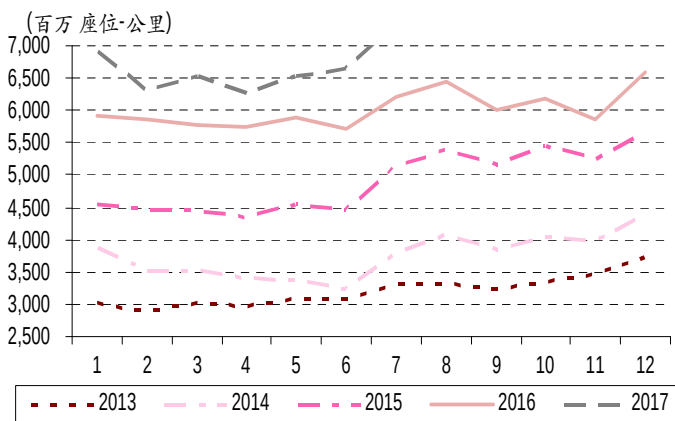
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表5. 南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

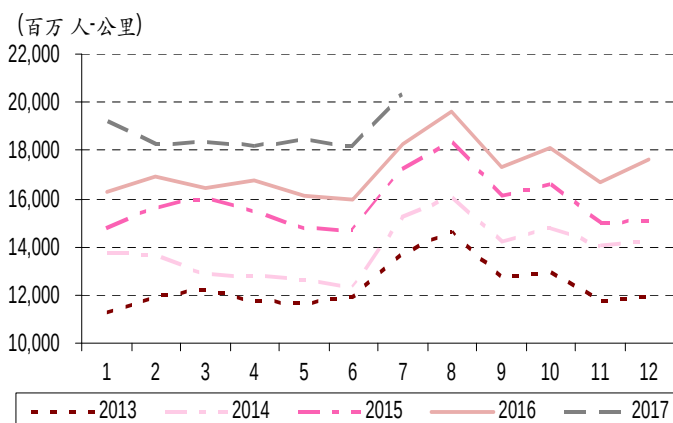
图表6 南方航空国际可用座公里



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

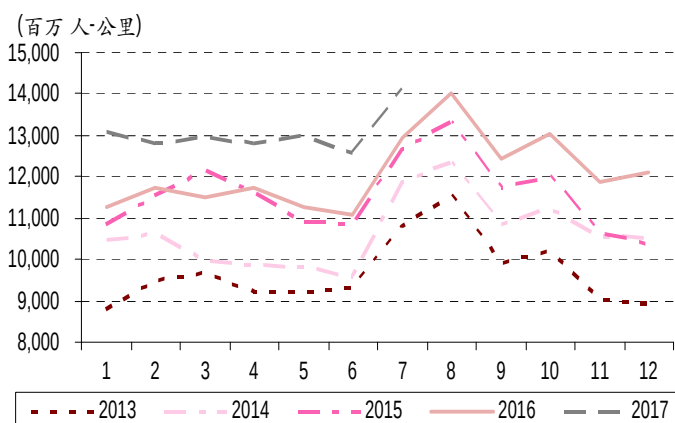
收入客公里(RPK)

图表7. 南方航空总收入客公里



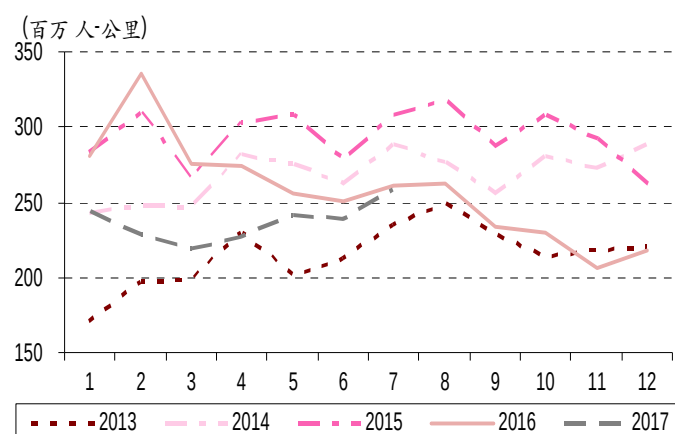
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表8. 南方航空国内收入客公里



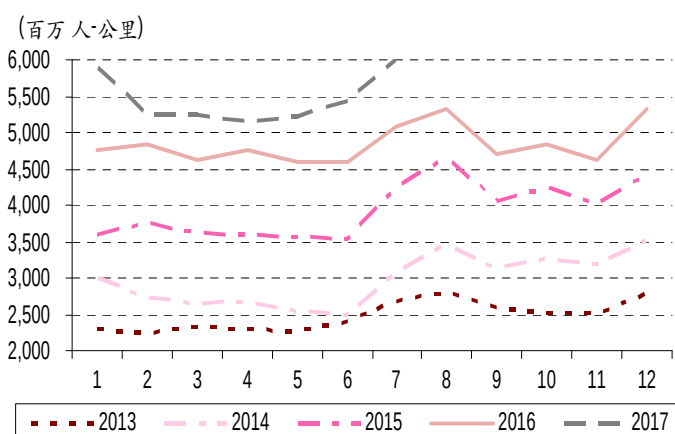
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表9. 南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

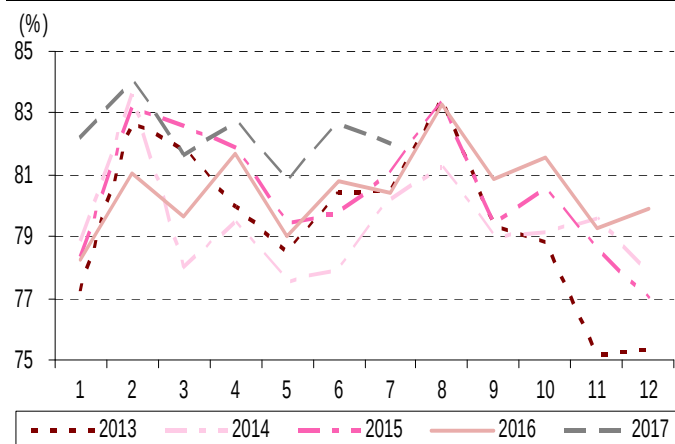
图表10. 南方航空国际收入客公里



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

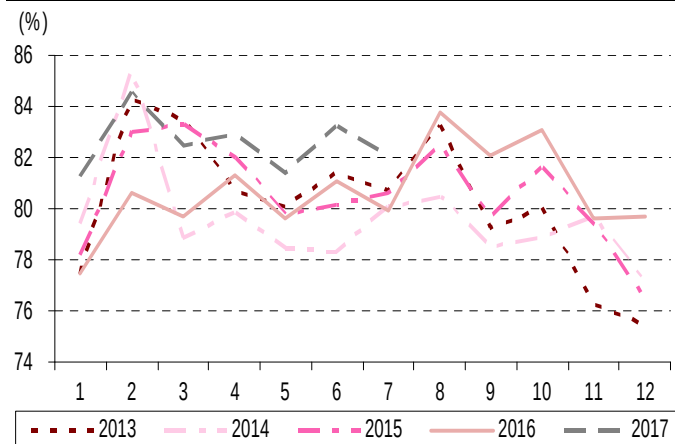
客座率

图表11. 南方航空客座率



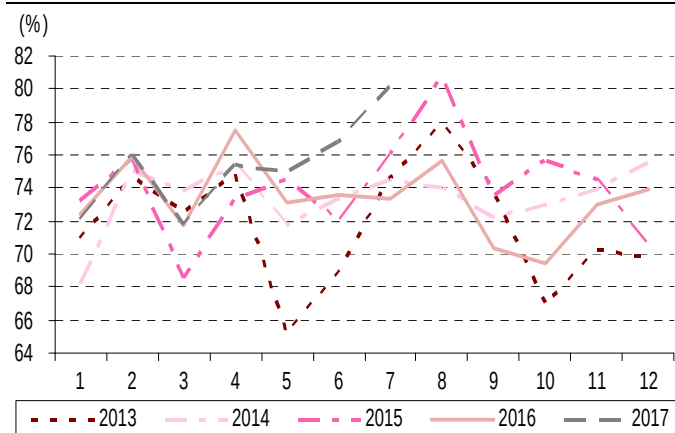
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表12. 南方航空国内客座率



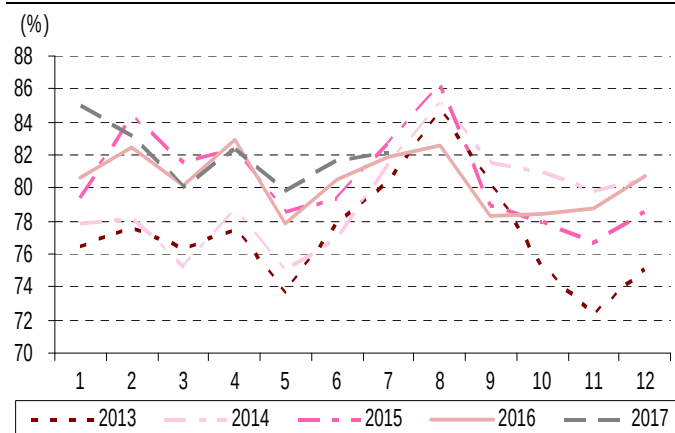
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表13. 南方航空港澳台客座率



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表14. 南方航空国际客座率



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

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	127,738	140,844	152,647
销售成本	(79,752)	(83,925)	(97,844)	(107,633)	(117,215)
经营费用	(9,835)	(9,466)	(9,447)	(9,594)	(9,801)
息税折旧前利润	9,976	8,722	6,716	8,520	9,203
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	20,446	23,618	25,631
净利息收入/(费用)	(2,124)	(2,570)	(2,703)	(2,832)	(2,846)
其他收益/(损失)	(1,511)	1,495	4,831	4,188	4,430
税前利润	6,341	7,647	8,845	9,876	10,787
所得税	(1,355)	(1,759)	(1,919)	(2,149)	(2,348)
少数股东权益	(1,135)	(833)	(935)	(1,041)	(1,134)
净利润	3,851	5,055	5,991	6,687	7,305
核心净利润	3,851	5,055	5,991	6,687	7,305
每股收益(人民币)	0.392	0.515	0.602	0.663	0.724
核心每股收益(人民币)	0.392	0.515	0.602	0.663	0.724
每股股息(人民币)	0.08	0.1	0.116	0.127	0.139
收入增长(%)	3	3	11	10	8
息税前利润增长(%)	308	(13)	(23)	27	8
息税折旧前利润增长(%)	64	(2)	(4)	16	9
每股收益增长(%)	117	31	17	10	9
核心每股收益增长(%)	117	31	17	10	9

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	8,845	9,876	10,787
折旧与摊销	11,904	12,679	13,730	15,098	16,428
净利息费用	2,124	2,570	2,703	2,832	2,846
运营资本变动	2,220	3,522	1,221	1,267	586
税金	(1,355)	(1,759)	(1,919)	(2,149)	(2,348)
其他经营现金流	4,565	1,904	(1,487)	(887)	(1,109)
经营活动产生的现金流	25,799	26,563	23,093	26,037	27,190
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	6,057	6,787	9,315
投资活动产生的现金流	(8,357)	(16,244)	(13,221)	(14,945)	(8,129)
净增权益	0	0	1,367	0	0
净增债务	(27,927)	(7,475)	1,570	1,288	(4,319)
支付股息	(3,072)	(3,667)	(3,857)	(4,117)	(4,245)
其他融资现金流	972	22	(7,686)	(8,473)	(9,119)
融资活动产生的现金流	(30,027)	(11,120)	(8,607)	(11,303)	(17,683)
现金变动	(12,585)	(801)	1,264	(211)	1,378
期初现金	17,868	5,484	4,720	5,984	5,774
公司自由现金流	17,664	10,396	9,966	11,184	19,174
权益自由现金流	(12,184)	788	9,279	10,114	12,465

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	5,984	5,774	7,151
应收帐款	4,202	4,427	4,759	5,098	5,382
库存	1,606	1,588	1,633	1,593	1,690
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	15,270	15,359	17,117
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	38,706	40,639	40,742
长期资产总计	171,832	186,697	200,200	214,581	220,603
总资产	186,250	200,461	215,470	229,940	237,721
应付帐款	12,848	13,421	13,789	14,191	14,298
短期债务	34,614	34,601	35,665	36,563	36,584
其他流动负债	18,074	19,910	20,690	21,413	20,255
流动负债总计	65,536	67,932	70,143	72,167	71,137
长期借款	67,187	74,374	80,982	86,568	87,861
其他长期负债	3,954	3,447	3,433	3,371	3,346
股本	9,818	9,818	9,818	9,818	9,818
储备	29,148	33,363	38,631	44,514	50,922
股东权益	38,966	43,181	48,449	54,332	60,740
少数股东权益	10,607	11,527	12,462	13,503	14,637
总负债及权益	186,250	200,461	215,470	229,940	237,721
每股帐面价值(人民币)	3.97	4.4	4.87	5.39	6.02
每股有形资产(人民币)	3.67	4.08	4.53	5.04	5.65
每股净负债/(现金)(人民币)	9.83	10.62	11.12	11.63	11.63

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	16	16.8	16.8
息税前利润率(%)	8.9	7.6	5.3	6	6
税前利润率(%)	5.7	6.7	6.9	7	7.1
净利率(%)	3.5	4.4	4.7	4.7	4.8
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	2.4	2.9	3.1
净权益负债率(%)	194.6	190.6	181.7	173	155.6
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	22.6	17.2	14.7	13.4	12.2
核心业务市盈率(倍)	22.6	17.2	14.7	13.4	12.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	26.8	20.4	17.4	15.8	14.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.2	2	1.8	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	3.4	3.3	3.8	3.4	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.7	9.3	10.1	9.1	8.4
周转率					
存货周转天数	7.5	6.9	6	5.5	5.1
应收帐款周转天数	15.4	13.7	13.1	12.8	12.5
应付帐款周转天数	39.4	41.8	38.9	36.3	34.1
回报率					
股息支付率(%)	20.4	19.4	19.3	19.2	19.2
净资产收益率(%)	10.3	12.3	13.1	13	12.7
资产收益率(%)	4.2	3.5	2.5	3	3.1
已运用资本收益率(%)	6.8	5.6	4	4.7	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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	111,652	114,981	127,948	141,076	152,898
销售成本	(80,355)	(84,597)	(98,984)	(108,759)	(118,431)
经营费用	(9,440)	(9,119)	(9,081)	(9,198)	(9,375)
息税折旧前利润	10,160	8,777	6,453	8,223	8,873
折旧及摊销	(11,697)	(12,488)	(13,431)	(14,896)	(16,220)
经营利润(息税前利润)	21,857	21,265	19,883	23,119	25,093
净利息收入/(费用)	(1,935)	(2,376)	(2,499)	(2,618)	(2,631)
其他收益/(损失)	(2,107)	1,260	4,817	4,171	4,413
税前利润	6,118	7,661	8,771	9,775	10,655
所得税	(1,300)	(1,763)	(1,923)	(2,154)	(2,354)
少数股东权益	(1,082)	(854)	(959)	(1,067)	(1,162)
净利润	3,736	5,044	5,889	6,555	7,139
核心净利润	3,736	5,044	5,889	6,555	7,139
每股收益(人民币)	0.381	0.514	0.592	0.65	0.708
核心每股收益(人民币)	0.381	0.514	0.592	0.65	0.708
每股股息(人民币)	0.08	0.1	0.116	0.127	0.139
收入增长(%)	3	3	11	10	8
息税前利润增长(%)	297	(14)	(26)	27	8
息税折旧前利润增长(%)	65	(3)	(6)	16	9
每股收益增长(%)	110	35	15	10	9
核心每股收益增长(%)	110	35	15	10	9

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	8,771	9,775	10,655
折旧与摊销	11,697	12,488	13,431	14,896	16,220
净利息费用	1,935	2,376	2,499	2,618	2,631
运营资本变动	3,246	2,858	1,613	1,716	1,056
税金	(2,162)	(1,406)	(1,923)	(2,154)	(2,354)
其他经营现金流	4,934	2,459	(1,083)	(498)	(718)
经营活动产生的现金流	25,768	26,436	23,307	26,354	27,489
购买固定资产净值	(12,248)	(19,190)	(19,883)	(22,259)	(18,010)
投资减少/增加	2,918	2,848	514	532	454
其他投资现金流	2,326	431	8,308	7,357	9,826
投资活动产生的现金流	(7,004)	(15,911)	(11,060)	(14,370)	(7,730)
净增权益	0	0	1,367	0	0
净增债务	(20,042)	(481)	(1,234)	357	(5,245)
支付股息	(416)	(1,006)	(1,230)	(1,431)	(1,586)
其他融资现金流	(9,198)	(9,483)	(10,185)	(11,091)	(11,750)
融资活动产生的现金流	(29,656)	(10,970)	(11,281)	(12,165)	(18,581)
现金变动	(10,892)	(445)	966	(180)	1,178
期初现金	15,414	4,560	4,152	5,118	4,938
公司自由现金流	19,077	10,643	12,357	12,090	19,890
权益自由现金流	(3,239)	7,533	8,515	9,724	11,883

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	5,253	5,073	6,251
应收帐款	2,580	2,989	3,355	3,708	4,006
库存	1,606	1,588	1,633	1,593	1,690
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	15,107	15,207	16,746
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	8,871	9,648	10,474
长期资产总计	171,876	186,678	200,141	214,483	220,451
总资产	185,989	200,442	215,248	229,690	237,198
应付帐款	2,500	1,903	2,060	2,183	2,316
短期债务	36,418	35,441	35,612	36,582	34,079
其他流动负债	26,617	30,588	32,370	34,258	35,558
流动负债总计	65,535	67,932	70,041	73,024	71,954
长期借款	65,292	72,285	77,291	82,120	83,529
其他长期负债	5,538	5,249	5,435	5,614	5,768
股本	9,818	9,818	10,089	10,089	10,089
储备	29,227	33,638	39,912	45,297	51,150
股东权益	39,045	43,456	50,001	55,385	61,239
少数股东权益	10,579	11,520	12,479	13,546	14,708
总负债及权益	185,989	200,442	215,248	229,690	237,198
每股帐面价值(人民币)	3.98	4.43	5.02	5.49	6.07
每股有形资产(人民币)	3.71	4.13	4.72	5.17	5.74
每股净负债/(现金)(人民币)	9.9	10.55	10.83	11.28	11.05

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	15.5	16.4	16.4
息税前利润率(%)	9.1	7.6	5	5.8	5.8
税前利润率(%)	5.5	6.7	6.9	6.9	7
净利率(%)	3.3	4.4	4.6	4.6	4.7
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	2.5	3	3.2
净权益负债率(%)	195.8	188.4	172.5	165	146.8
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	13.7	10.1	8.8	8	7.4
核心业务市盈率(倍)	13.7	10.1	8.8	8	7.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.4	10.7	9.3	8.4	7.7
市净率(倍)	1.3	1.2	1	0.9	0.9
价格/现金流(倍)	2	1.9	2.2	2	1.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.1	7.6	8.4	7.5	6.9
周转率					
存货周转天数	7.4	6.9	5.9	5.4	5.1
应收帐款周转天数	8.6	8.8	9	9.1	9.2
应付帐款周转天数	6.8	7	5.7	5.5	5.4
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	12.6	12.4	12.2
资产收益率(%)	4.3	3.5	2.4	2.9	3
已运用资本收益率(%)	6.7	5.6	3.9	4.6	4.7

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