

深圳机场 (000089.SZ)

机场行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

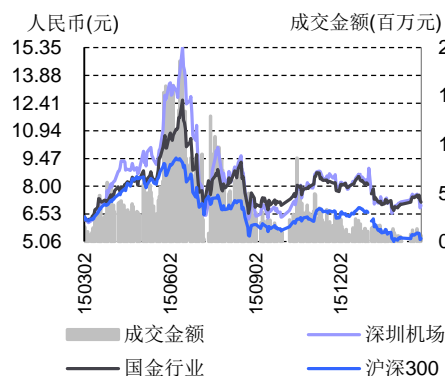
市场价格(人民币): 6.60元
 目标价格(人民币): 8.50-9.00元

洗尽铅华, 春暖花开

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,050.67
总市值(百万元)	14,314.37
年内股价最高最低(元)	15.37/6.07
沪深300指数	2948.03
深证成指	9573.70



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.297	0.158	0.260	0.338	0.454
每股净资产(元)	4.61	4.67	4.70	5.06	5.56
每股经营性现金流(元)	0.55	0.53	0.29	0.75	0.89
市盈率(倍)	22.23	41.66	25.39	19.51	14.54
行业优化市盈率(倍)	14.08	20.03	28.81	25.66	25.66
净利润增长率(%)	-13.31%	-46.65%	98.91%	30.11%	34.20%
净资产收益率(%)	6.45%	3.39%	6.71%	8.11%	9.90%
总股本(百万股)	1,691.79	1,691.79	2,050.77	2,050.77	2,050.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **T3 新航站楼启用后折旧等费用趋于稳定, 未来 3 年 ROE 将提升到 10%:**
2013 年公司启用 T3 航站楼, 在建工程转固定资产 59 亿元, 折旧费用同比增长 109%, 对 2014 年盈利有一个瞬间打压, 2015 年盈利同比增长 100% 左右。预计未来 3 年每年折旧费用将稳定在 5 亿元内。而公司 2011 年启用 2 跑道后, 与新航站楼叠加, 产能处于爬升阶段。预计未来高峰起降 48 架架次/小时提升至 60 架次/小时, 未来 3 年 ROE 将从 3% 提升至 10%;
- **广州白云、香港机场早已饱和, 深圳机场将捕获珠三角 3000 万溢出客流:**
广州机场 2015 年旅客吞吐量仅同比增长 1%, 和香港机场都几乎达到机场极限容量; 深圳机场 2015 年旅客吞吐量 3972 万人次, 同比增长 9.5%, 但远低于设计 7000 万极限容量; “十三五”加大欧美洲际干线的开辟力度, 2016 年是洲际航线开辟元年, 低成本航空航线蓬勃发展。预计未来 3 年公司旅客吞吐量复合增速 8%, 内航外线收费大概率提价, 预计 2016 年公司航空主业增长 17%。
- **广告公司毛利率达到 92%, 原 AB 航站楼每年贡献 7 千万元租金:** 2013 年深圳机场和雅仕维成立的合资公司按季度向深圳机场支付的保底收入, 收入与旅客吞吐量正相关。2014 年公司广告收入达到 2.3 亿元, 毛利率达到 91.8%, 预计未来 3 年内毛利率随着旅客量增长而提升至 92.5%, 广告业务收入增速将达到 20% 以上; 公司原 AB 航站楼商业转型开辟“深圳国际车窗”项目, 每年向浅海正宏收取租金。项目租期为 15 年, 前三年每年租金收入 7000 万元。
- **与 Fedex, UPS, 顺丰, 圆通合作打造物流发展平台, 构建华南大 HUB:**
公司着力打造物流发展平台, 加强货运发展统一筹划, 提升货运板块竞争力。顺丰、圆通建立物流基。华航、长荣台北全货机航班相继开通, 实现台湾货运直航, 开拓了经由台北中转欧美的通道。同时推动新货站 B2、南货运区代理人仓库等设施建设, 协助顺丰顺利启用华南 HUB。

投资估值

- 公司未来国内、国际航线流量仍有较大提升空间。预计公司 2015/2016/2017 年 EPS 预测 0.26/0.34/0.45 元, 当前股价对应 PE 为 25/20/15 倍。考虑到公司未来 4 年无重大资本性开支, 折旧等费用已经趋于稳定, 盈利进入上升通道, 给予公司“买入”评级, 2016 年 25x P/E, 给予目标价 8.5 元。

风险

- 突发传染性疾病, 地区冲突。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1120516010003
 (8610)66216815
 subaoliang@gjzq.com.cn

戴亚雄 联系人
 (8621)61038200
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况	4
航空旅游快速增长	5
人均可支配收入攀升支撑航空航运输在景气高位	5
珠三角出入境游客快速增长	7
前海自贸区提升深圳客流	9
产能处于爬升阶段，深圳机场迎来黄金投资期	11
竞争对手广州白云、香港机场早已饱和	11
机场产能和盈利周期性明显	15
公司处于产能爬升期，盈利能力进入上升通道	15
非航业务收益增长前景无限	19
与雅仕维成立广告合资公司，毛利率高达 92%	19
原 A、B 航站楼改为国际汽车展示，贡献稳定运营租金	21
打造物流发展平台，构建华南大 HUB	21
机场收费改革若执行，公司业绩弹性巨大	21
盈利预测及估值	23
对于公司业绩预测的双变量敏感性分析	23
公司盈利预测及估值	24

图表目录

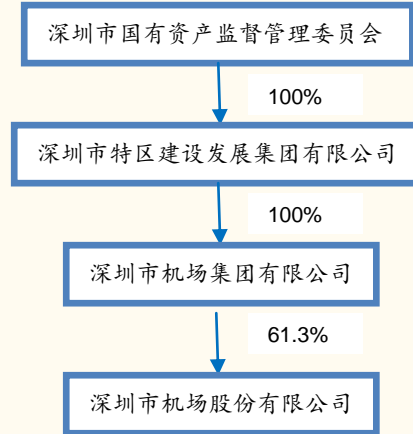
图表 1：深圳机场股权结构	4
图表 2：深圳机场，广州机场和香港机场的辐射片区	4
图表 3：2011-2016 我国国内、国际和港澳台旅客运输量及同比增长率	5
图表 4：2011-2016 我国国内国际航线机场旅客吞吐量	5
图表 5：2011-2016 我国国内国际航线货邮吞吐量	6
图表 6：2011-2016 我国人均可支配收入和国际航线人次	6
图表 7：2002-2015 深圳、广州、上海、香港 GDP 产出	7
图表 8：2002-2015 深圳、广州、上海、香港 GDP 同比增速	7
图表 9：2004-2013 广东省各城市入境游客人数（万人次）	8
图表 10：珠三角主要机场旅客吞吐量同比增长	8
图表 11：深圳西涌海滩	9
图表 12：深圳东部华侨城	9
图表 13：前海自贸区地理位置图	9
图表 14：深圳人才净流入巨大	9
图表 15：97 年之后深圳香港 GDP 对比	10
图表 16：第四次制造业转移契机	10
图表 17：深圳将于宝安建 50 万平米全球最大的会展中心	10
图表 18：深圳将建深中通道，将宝安机场打造华南枢纽	10

图表 19: 2001-2014 珠三角五大机场旅客吞吐量 (亿人次)	11
图表 20: 2014 年珠三角地区各机场市场份额(单位: 亿人次, 百分比)	11
图表 21: 2006-2015 年广州机场旅客吞吐量及同比增长	12
图表 22: 2006-2015 广州机场飞机机降架次及同比增长	12
图表 23: 2006-2014 年香港机场旅客吞吐量及同比增长	13
图表 24: 2006-2014 香港机场飞机起降架次及同比增长	13
图表 25: 2006-2015 年深圳机场旅客吞吐量及同比增长	13
图表 26: 深圳机场双跑道离场运行模式	14
图表 27: 2006-2015 年深圳机场飞机起降架次及同比增长	14
图表 28: 珠三角三大机场旅客吞吐量对比	15
图表 29: 深圳、上海、白云、厦门机场的盈利周期	15
图表 30: 2011-2015 深圳机场各项收入构成	16
图表 31: 深圳机场各项成本构成	16
图表 32: 深圳机场各项毛利构成	16
图表 33: 深圳机场新航站楼启用导致折旧和人工成本的同比增长	17
图表 34: 2001-2015 年深圳机场营业收入、成本同比增长和销售毛利率	17
图表 35: 深圳、广州、香港机场旅客吞吐量同比增长	18
图表 36: 各机场国际航线占比	18
图表 37: 2005-2015 深圳机场和上海机场 ROE	19
图表 38: 合资广告公司支付深圳机场费用的计算表	20
图表 39: 深圳机场四楼媒体广告效果	20
图表 40: 雅仕维广告公司	20
图表 41: 2006-2015 年深圳机场各业务毛利率	20
图表 42: 内地航空公司内地航班航空性业务收费项目的收费标准基准价	22
图表 43: 内地及国外航空公司国际及港澳航班航空性业务收费标准基准价	22
图表 44: 内航内线提价的敏感性分析	23
图表 45: 深圳机场业绩预测的双变量敏感性分析	24

公司概况

公司于 1998 年 4 月上市深交所主板，目前市值达到 148 亿元。公司第一大股东为深圳市机场集团有限公司，持股比例达到 61.3%，公司实际控制人为深圳市国有资产监督管理委员会。截至 2015 年底，公司共发行 A 股 2,050,769,509 股，其中流通股份为 2,050,674,581 股，占比接近 100%。

图表 1：深圳机场股权结构



来源：国金证券研究所

深圳机场是中国境内第一个实现海、陆、空联运的现代化国际空港。1991 年通航以来，目前是我国第 5 大航空港。2011 年，长 3800 米宽 60 米的机场第二跑道投入使用。该跑道飞行等级为 4F，可满足目前包括空客 A380 客机在内的世界大型客机起降，2013 年，深圳机场将原来 AB 航站楼作为商用，正式启用新 T3 航站楼，开始全面腾飞。

图表 2：深圳机场，广州机场和香港机场的辐射片区



来源：国金证券研究所

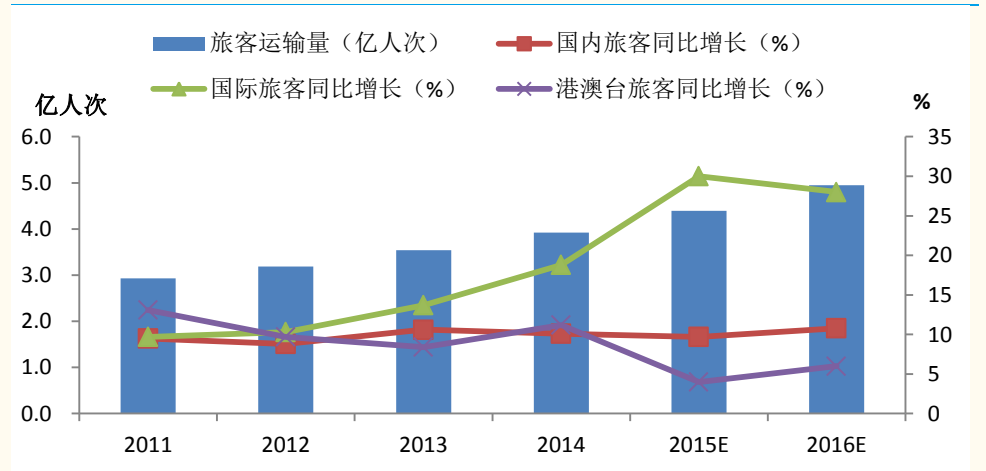
航空旅游快速增长

人均可支配收入攀升支撑航空航运输在景气高位

目前我国航空业处于“居民需求潜力尚未释放，存在持续性增长空间”的发展阶段。2014年美国人均年航空出行达到1.54次，我国人均年航空出行仅为0.27次。随着我国居民可支配收入的不断提高，我国市场渗透率将不断与发达国家相接近。

2014年中国民航业完成旅客运输量3.92亿人次，与2013年相比增加3798万人次，增长10.7%，过去4年我国航空业增长率均保持在9%以上。其中国内航线完成旅客运输量3.6亿人次，同比增长10.1%。由于消费基数较大，稳定增长率带来每年大量航空运输需求。

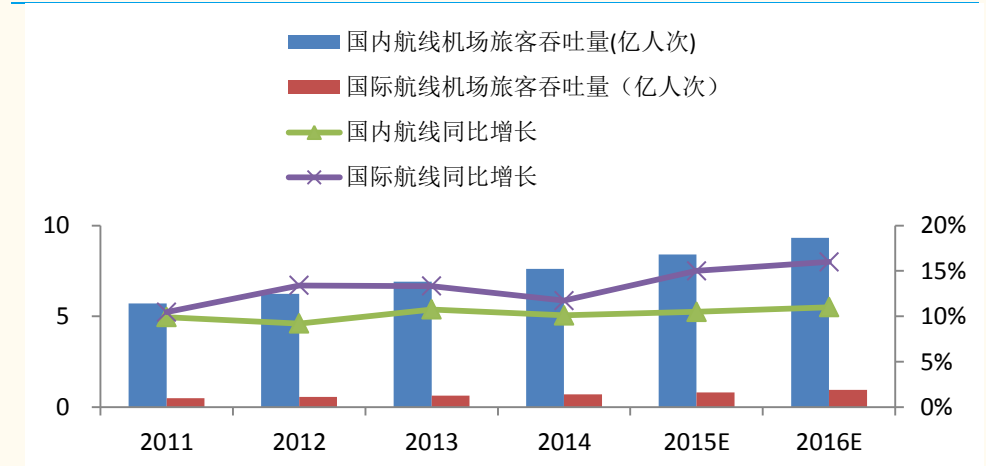
图表3：2011-2016我国国内、国际和港澳台旅客运输量及同比增长率



来源：民航行业发展统计公报，国金证券研究所

伴随民航运输量快速增长而来的是，我国国内国际航线的机场旅客吞吐量每年也快速增长。从2015年前三季度的数据来看，预计2015年全年我国国际航线机场旅客吞吐量同比增长15%以上，国内航线同比增长10%，2015年我国机场旅客吞吐量合计将接近10亿人次，预计2016年我国机场旅客吞吐量将突破11亿人次。

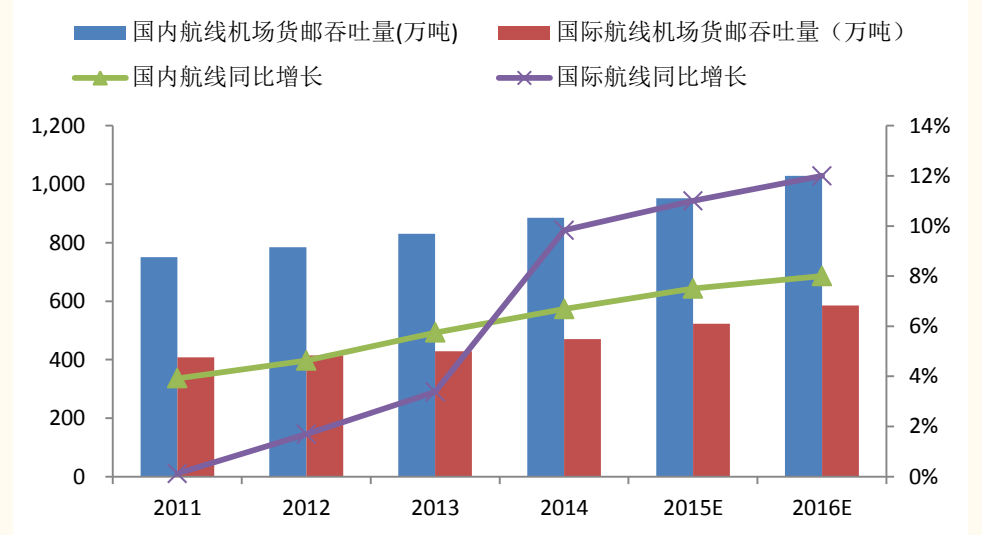
图表4：2011-2016我国国内国际航线机场旅客吞吐量



来源：国金证券研究所

近两年我国机场货邮吞吐量也出现快速增长趋势，特别是由于我国移居海外和出国留学的人口增多，机场国际货邮吞吐量也快速增长。2014年我国国际货邮吞吐量为471万吨，同比增长9.8%，预计未来我国国际货邮量将同比增长12%，深圳机场的航空物流业务占其收入的25%左右，也将大幅收益。

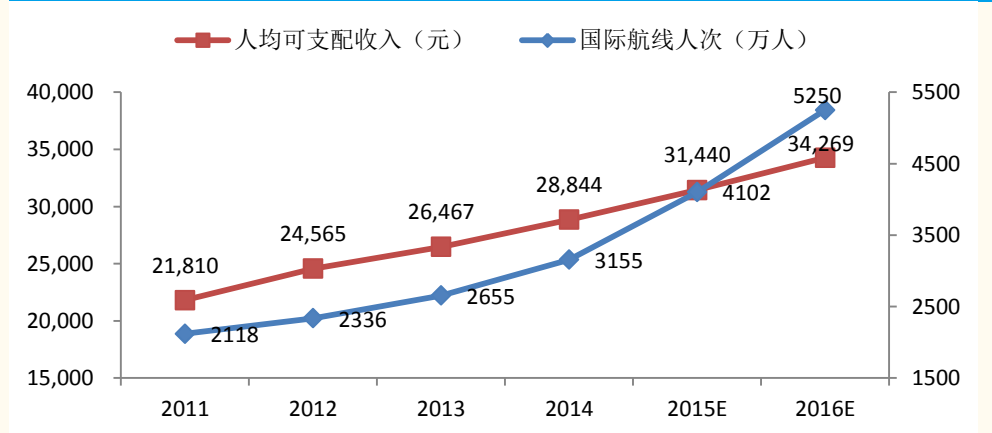
图表 5：2011-2016 我国国内国际航线货邮吞吐量



来源：国金证券研究所

人均可支配收入增加成为刺激我国居民出境游和民航运输量爆发的主要原因。我国每年人均可支配收入增长率在8%以上，2014年达到4650美元。2014年我国国际航线共运输3155万人次，同比增长18.8%，出境游人数呈现加速增长态势。

图表 6：2011-2016 我国人均可支配收入和国际航线人次



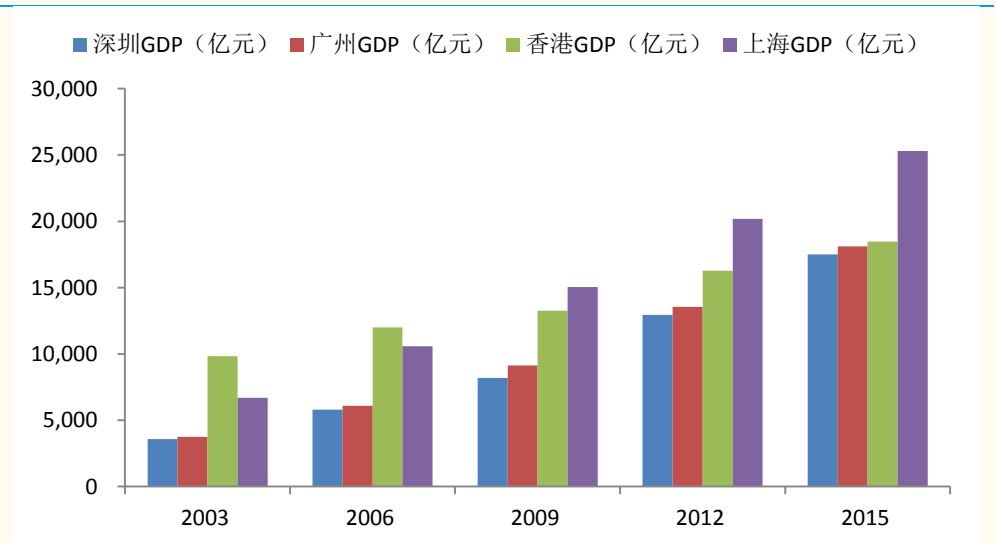
来源：Wind,民航行业发展统计公报，国金证券研究所

珠三角出入境游客快速增长

珠江三角洲地区是有全球影响力的先进制造业基地和现代服务业基地，全国经济发展的重要引擎，辐射带动华南、华中和西南地区发展的龙头，是我国人口集聚最多、创新能力最强、综合实力最强的三大区域之一。2015年1月26日，世界银行发布的报告显示，珠江三角洲超越日本东京，成为世界人口和面积最大的城市带。

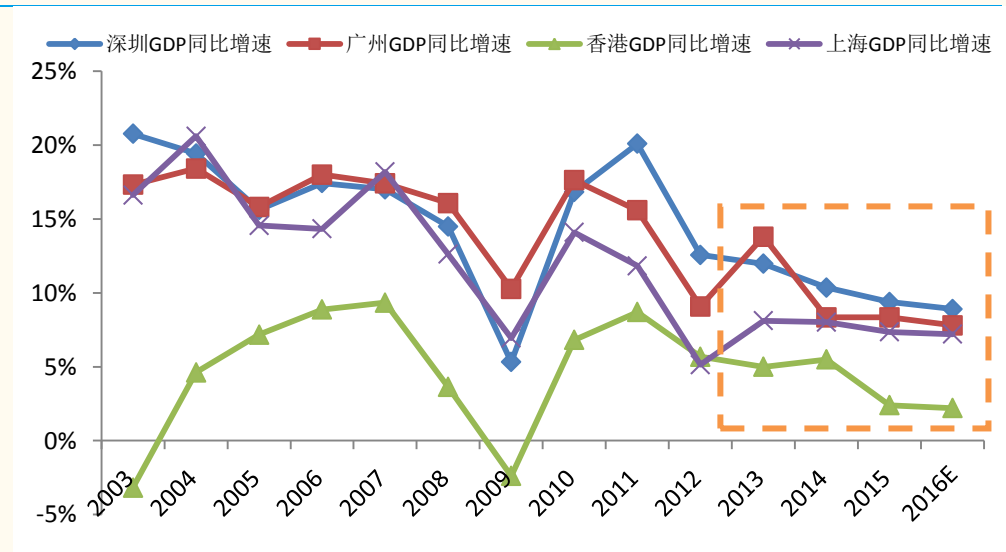
作为改革开放代表城市，深圳的GDP增速显著高于广州和上海。2015年深圳GDP为1.75万亿，接近广州的1.81万亿和香港1.84万亿元，过去4年深圳GDP的复合增长率达到14%，远高于广州和香港。2016年深圳经济增长的预期目标为8%-8.5%。香港政府统计处数据显示，2015年本地生产总值预计为2.4%，外界预计深圳GDP超越香港指日可待。

图表 7: 2002-2015 深圳、广州、上海、香港 GDP 产出



来源：国金证券研究所

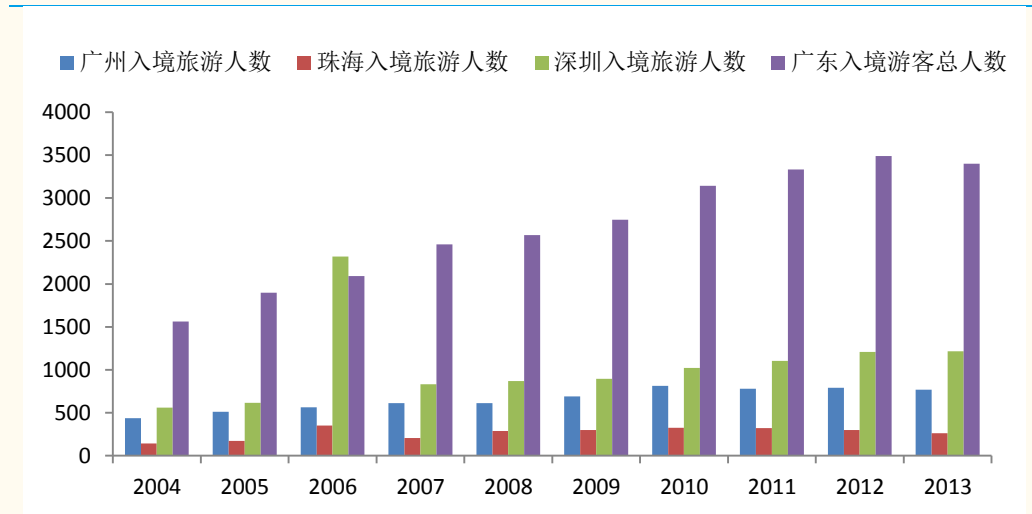
图表 8: 2002-2015 深圳、广州、上海、香港 GDP 同比增速



来源：国金证券研究所

在旅游人数方面，深圳旅游人数已超广州 500 万人次，成为广东省入境旅客人数最多的城市。深圳入境人数已占到广东入境游客人数的 36% 以上，未来随着深圳的发展和城市化建设，其将成为广东商务及旅游的首选地。

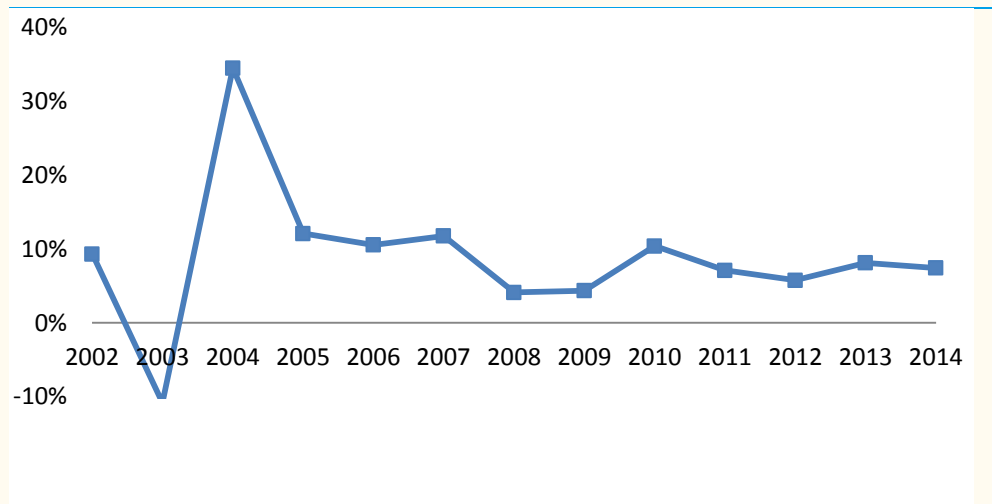
图表 9：2004-2013 广东省各城市入境游客人数（万人次）



来源：wind，国金证券研究所

深圳 GDP 快速增长，强大的经济集聚效应促使公商务及旅游人数逐年增加。过去 5 年珠三角主要机场旅客吞吐量同比复合增长率在 8% 以上，广州机场接近饱和，深圳机场作为仍有潜力的区域航空枢纽，将承接香港机场和广州机场的旅客溢出，甚至机场旅客吞吐量会反超对手。

图表 10：珠三角主要机场旅客吞吐量同比增长



来源：国金证券研究所

从 2015 年 11 月起，深圳机场口岸已经施行 24 小时通关。这一举措改善运营多年的国际客运业务通关环境，提升深圳机场作为深圳市对外窗口的服务功能。对于航空公司来说，有助于其提升飞机利用率。有力促进各航空公司充分利用夜间非繁忙时刻增开国际航线。

图表 11: 深圳西涌海滩



来源: 国金证券研究所

图表 12: 深圳东部华侨城



来源: 国金证券研究所

前海自贸区提升深圳客流

2015 年 4 月, 作为广东自贸区组成部分之一的深圳前海蛇口自贸区正式挂牌成立。叠加自贸区政策后, 前海蛇口片区将围绕人民币资本项目可兑换、投融资便利化等方面给予优惠政策推动改革。前海地区的定位是未来深圳城市中心, 相比福田中心, 前海是更高层次的中心并且强调区域辐射功能, 其服务范围是包括香港在内的整个珠三角地区。

图表 13: 前海自贸区地理位置图



来源: 国金证券研究所

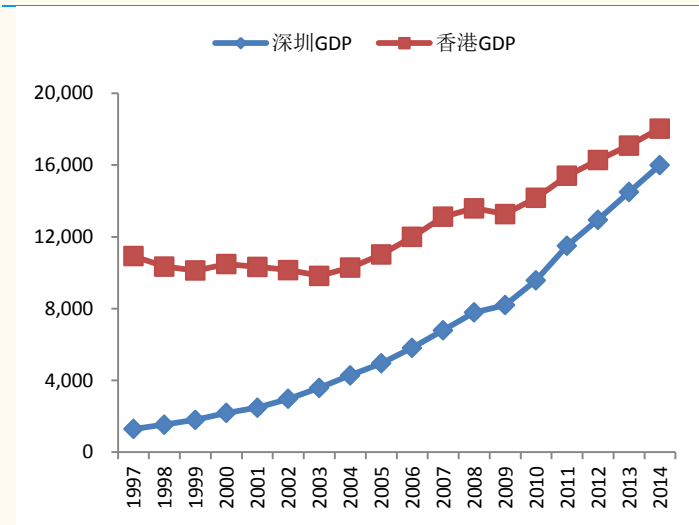
图表 14: 深圳人才净流入巨大

排名	城市	级别	户籍人口 (万人)	常住人口 (万人)	人口净流入数 (万人)
1	上海	直辖市	1426.93	2380.43	953.50
2	北京	直辖市	1297.50	2069.30	771.80
3	深圳	地级市	299.15	1054.74	755.59
4	东莞	地级市	186.05	829.23	643.18
5	广州	省会城市	822.30	1283.89	461.59
6	天津	直辖市	993.20	1413.15	419.95
7	苏州	地级市	653.84	1054.91	401.07
8	佛山	地级市	377.65	726.18	348.53
9	成都	省会城市	1173.40	1417.78	244.38
10	厦门	地级市	193.60	398.30	204.70

来源: 国金证券研究所

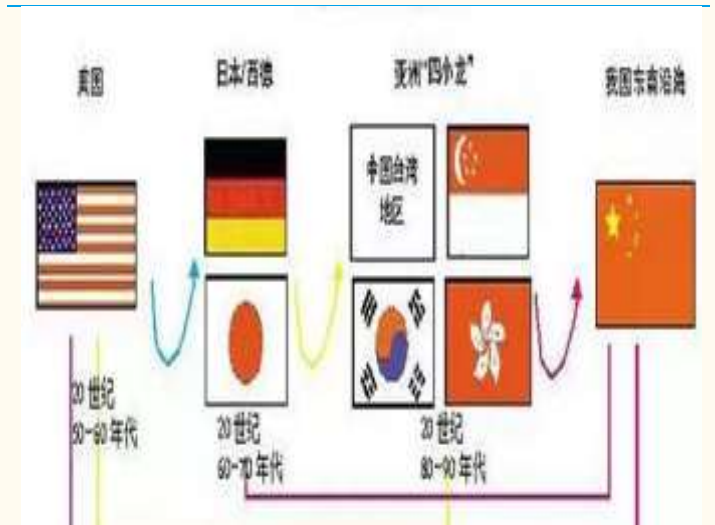
前海自贸区政策优惠吸引创新型企业落户深圳, 政策配套设施为深圳保驾护航。由于深圳具备强大的科技工业创新竞争力, 与很多大型外向型企业像华为、中兴等国际商务往来密切。同时前海还将修建配套设施, 包括教育, 文体休闲以及 120 万平米商业修建等等。未来对于深圳产业结构升级促进作用愈加显著, 深圳机场的直航需求巨大。目前深圳旅客总量中 70% 以上为商务旅客, 未来随着前海自贸区政策的不断推进, 预计商务旅客增长潜力旺盛。

图表 15：97 年之后深圳香港 GDP 对比



来源：国金证券研究所

图表 16：第四次制造业转移契机



来源：国金证券研究所

目前前海自贸区的面积为 28.2 平方公里，未来将扩容至 41.8 平方公里，统筹范围面积包含南山、宝安的重点区域，深圳将就此进入“大前海”时代。同时深圳将开辟新的国际会展中心，其位置恰好落定宝安大空港，总面积 50 万平方米，建成后超过德国汉诺威展览中心（面积 49.6 万平方米）成为全球最大的会展中心。而机场南侧的“深中通道”（也就是跨越珠江联系深圳和中山的通道）也被国务院纳入“督办项目”，力争在 2020 年建成，未来宝安将成为一个巨大交通枢纽，带动西部经济。

图表 17：深圳将于宝安建 50 万平米全球最大的会展中心



来源：国金证券研究所

图表 18：深圳将建深中通道，将宝安机场打造华南枢纽



来源：国金证券研究所

深圳市目前在人才、交通、产业结构转移、资本市场等方面利用国家的政策支持全面开始腾飞，而香港由于大陆的强势经济、高额的房价租金限制人才流入、科技创新不足使制造业空心化、人口老龄化严重等问题，经济已经被深圳所赶超。深圳未来将逐渐边缘化香港，深圳机场将在历史进程中不断收益。

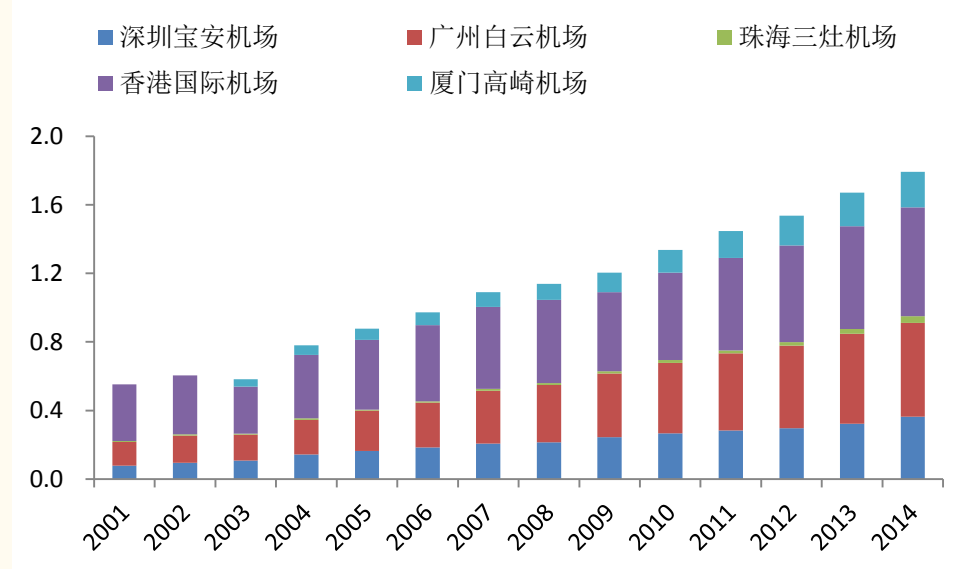
产能处于爬升阶段，深圳机场迎来黄金投资期

竞争对手广州白云、香港机场早已饱和

珠江三角洲每年的机场旅客吞吐量约占全国机场旅客吞吐量的四分之一，2011年以来保持 9%左右的平稳增速。2014 年广州、深圳、珠海和香港机场共运送旅客 1.6 亿人次，预计未来将随着珠三角地区经济和旅游的进一步发展持续增长。

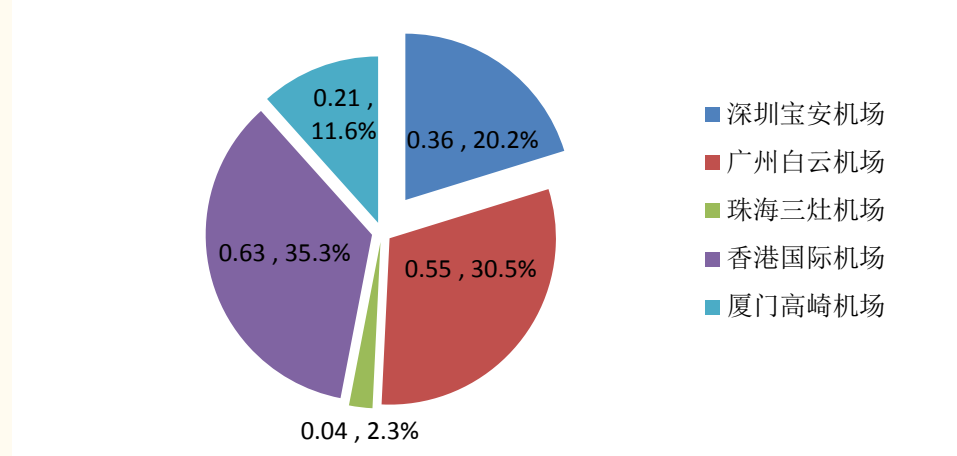
目前深圳机场在珠三角地区占据的市场份额为 40%左右，其主要的竞争对手是广州白云机场和香港国际机场。由于白云机场已经完全超负荷运转，香港机场的产能利用率也接近饱和，深圳机场将成为珠三角最受益的机场。深圳机场新航站楼 T3 可以容纳 7000 万游客，2015 年旅客吞吐量 3970 万人，仍有 3 千万客流容纳空间。

图表 19：2001-2014 珠三角五大机场旅客吞吐量（亿人次）



来源：国金证券研究所

图表 20：2014 年珠三角地区各机场市场份额(单位：亿人次，百分比)



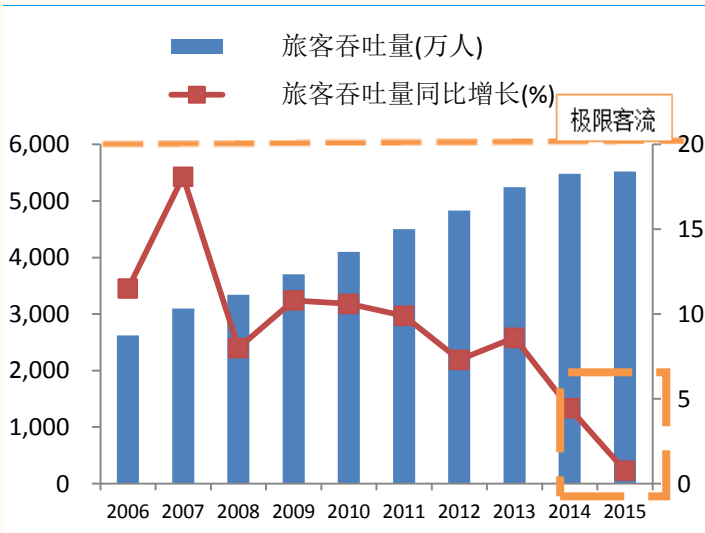
来源：国金证券研究所

■ 广州白云机场

广州机场于 2004 年 8 月竣工并投入使用，在过去的十年间旅客吞吐量由初期的 2000 万增长至 5500 万。机场现使用一号航站楼和两条跑道，根据机场规划，东西跑道分别为长 4000 米宽 60 米，长 3600 米宽 45 米，满足 4E 类以下飞机的全重起飞和降落。

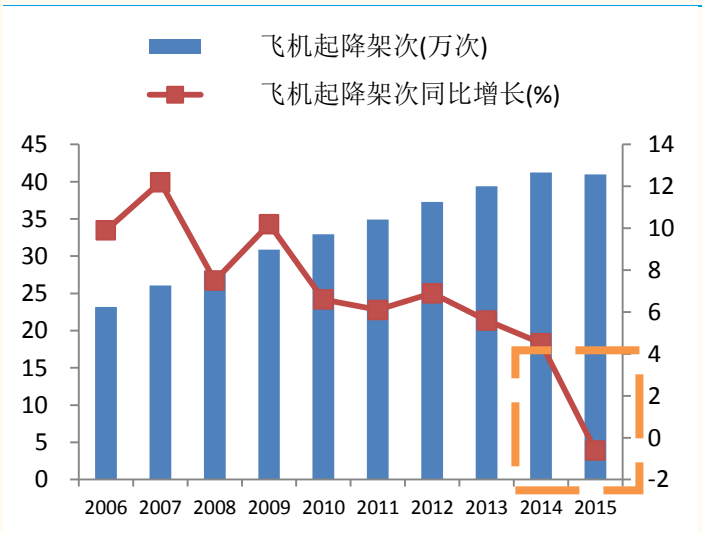
- 2018 年二号航站楼竣工使用前，广州机场在将处于接近极限的饱和状态。广州机场现有设施是按照 2500 万客流量规划设计的，但 2014 年机场客流吞吐量已经达到 5479 万人次。白云机场设计旅客流量为 2500 万人次，而 2015 年旅客吞吐量已达到 5500 万人次，仅同比增长 1%，未来几乎没有成长空间。
- 2012 年白云机场启动扩建仪式，投资 200 亿元兴建二号航站楼和第三跑道。第三跑道已于 2015 年 2 月投入使用。三跑道与东跑道形成“循环跑道”，东跑道负责起飞，新跑道负责降落，预计能够提升广州机场飞机起降 25% 左右，2015 年广州机场飞机起降已达到 41 万架次，也已接近饱和。

图表 21: 2006-2015 年广州机场旅客吞吐量及同比增长



来源：国金证券研究所

图表 22: 2006-2015 广州机场飞机机降架次及同比增长



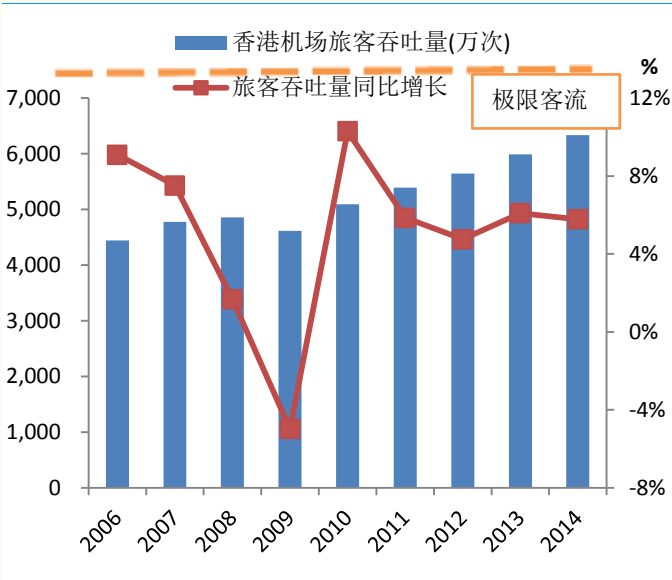
来源：国金证券研究所

■ 香港国际机场

中国香港国际机场又被成为赤鱲角机场，位于香港新界大屿山赤鱲角，是香港现在唯一运作的民航飞机场。香港机场目前设有 164 个停机位，两座客运大楼和两条跑道。一、二号客运大楼分别于 1998 和 2007 年投入使用，设计旅客吞吐量为 5000 万人次，2014 年香港机场的旅客吞吐量已达到 6300 万人次。

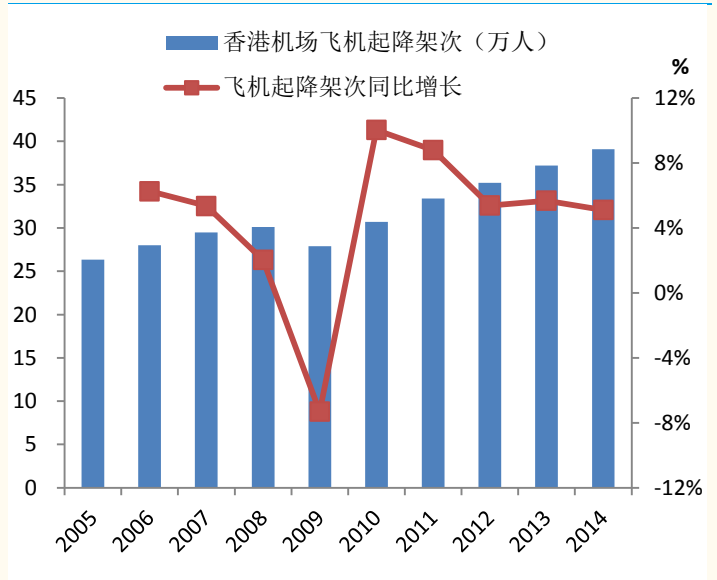
- 香港机场南、北两条跑道，均长 3800 米，宽 60 米，两条跑道的最终容量为每小时超过 60 架次起降，而目前香港机场繁忙时段的跑道流量已高达每小时 53 架次，接近饱和。
- 香港国际机场第三跑道项目于 2015 年 3 月份得到香港行政议会的通过，将于 2016 年开工建设，并在 2023 年完工并投入使用。第三跑道造价预算达 1415 亿元，预计系统每年可处理额外 3000 万人次客运量，每小时最高起降量达 102 架次。

图表 23: 2006-2014 年香港机场旅客吞吐量及同比增长



来源: 国金证券研究所

图表 24: 2006-2014 香港机场飞机起降架次及同比增长

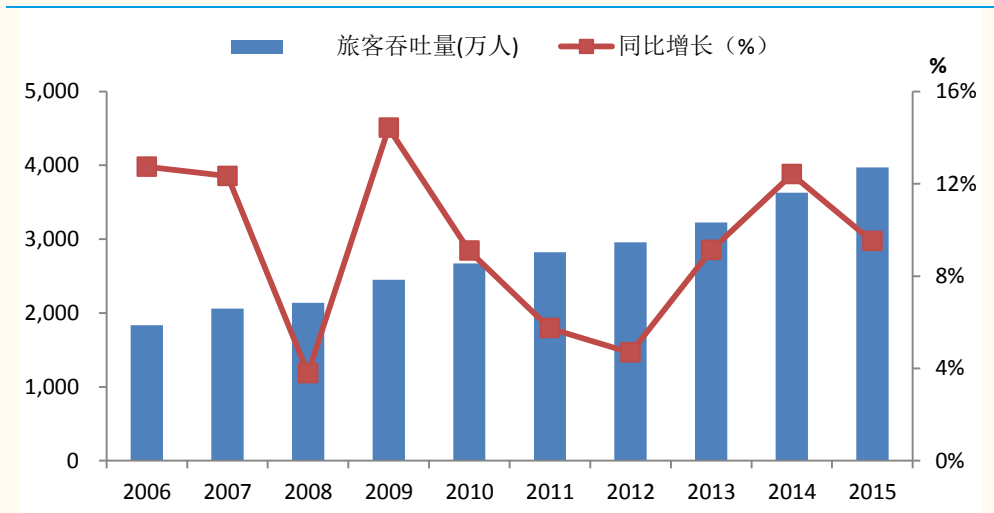


来源: 国金证券研究所

■ 深圳宝安机场

深圳机场目前拥有三座航站楼和二条跑道。深圳机场于 2013 年底启用 T3 航站楼, 原 A、B 号航站楼及国际候机楼同期停用。T3 航站楼内部面积 45.1 万平方米, 是 A、B 号候机楼总面积的两倍以上。设计客流量的上限为 7000 万人次, 2015 年深圳机场的旅客吞吐量为 3900 万人次。预计未来深圳机场将吸纳珠三角地区 3000 万左右客流, 对于机场航空业务和非航空业务将会是巨大提振。

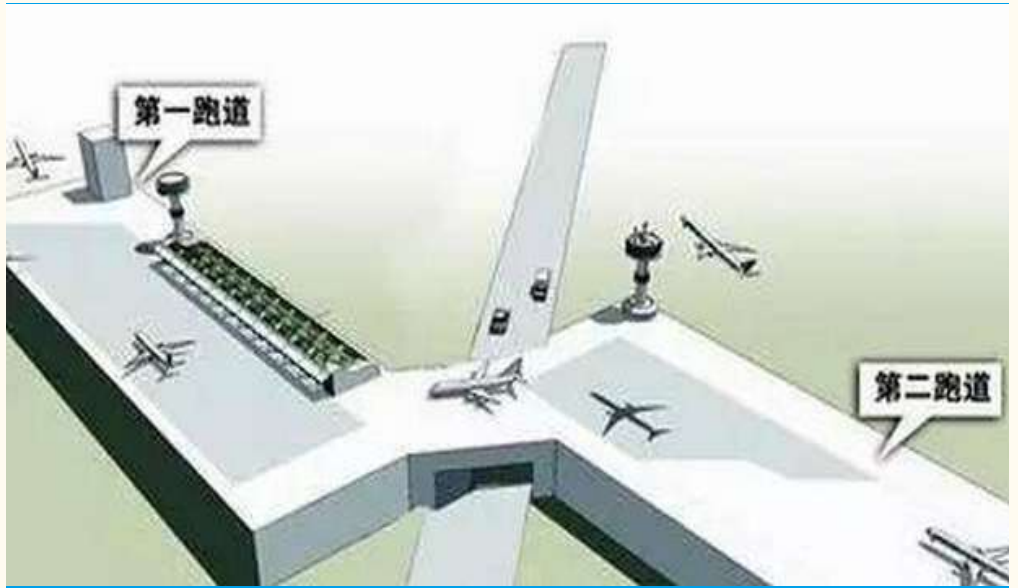
图表 25: 2006-2015 年深圳机场旅客吞吐量及同比增长



来源: 国金证券研究所

深圳机场二跑道于 2011 年投入使用, 长 3800 米宽 60 米, 跑道飞行等级为 4F, 满足包括空客 A380 客机在内的世界大型客机起降。过去四年深圳机场一直采用平行隔离运行模式 (即一条跑道起飞, 另一条跑道降落, 两个航班不能在宝安国际机场同时起飞或降落), 2015 年 11 月深圳机场开始采用双跑道独立离场运行模式。这意味着两架飞机可以在两条跑道同时起飞。

图表 26：深圳机场双跑道离场运行模式

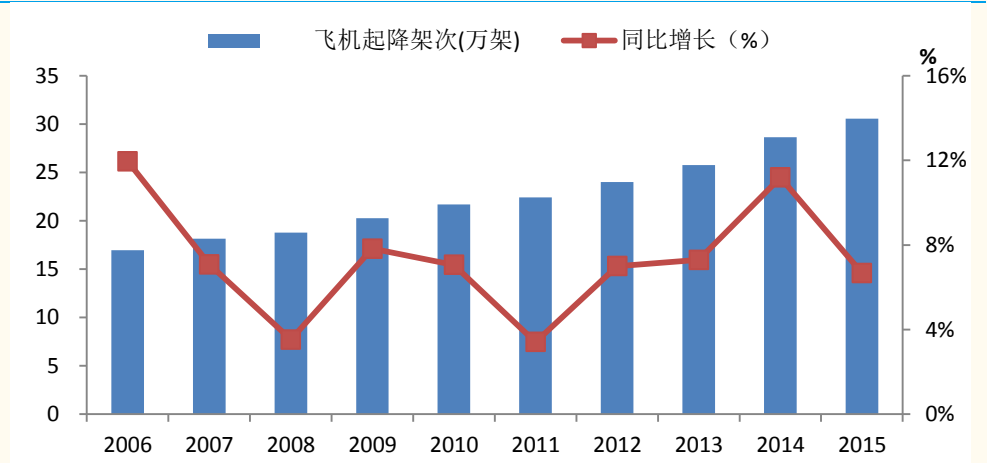


来源：国金证券研究所

此举措可以大幅提升出港高峰时的放行架次，从而提升宝安国际机场的使用效率。深圳机场两条跑道目前高峰时刻飞机起降架次为 48 架次/小时，长期来看可提升到 60 架次/小时，产能富足。

另一方面深圳市政府高度重视枢纽机场的辐射作用，积极游说中国民航总局及其他相关部门申请改变对深圳机场的定位，上升为趋于枢纽，同时争取更多的时刻资源，包括国际时刻资源。

图表 27：2006-2015 年深圳机场飞机起降架次及同比增长



来源：国金证券研究所

图表 28：珠三角三大机场旅客吞吐量对比

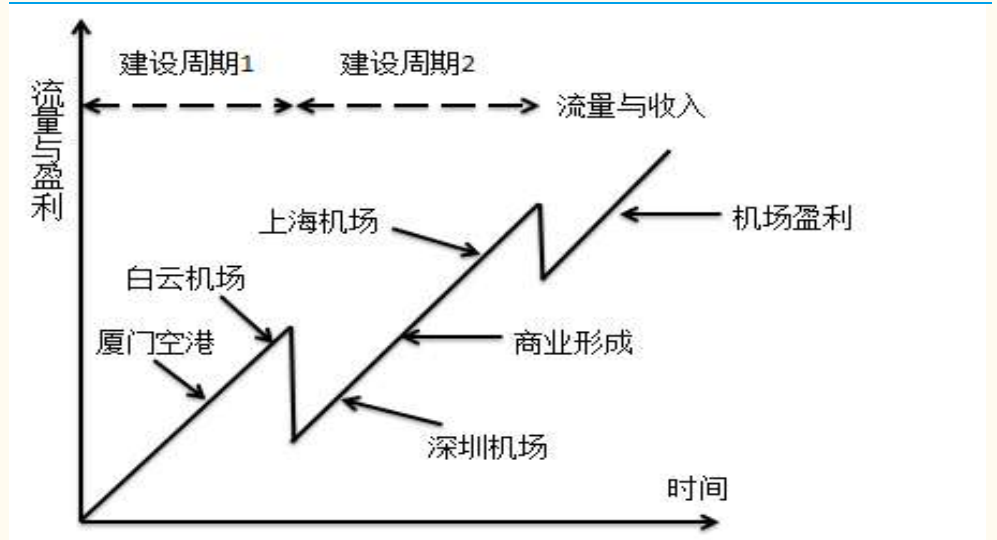
航站楼（座）	设计旅客吞吐量（万人）	极限旅客吞吐量（万人）	目前旅客吞吐量（万人）	跑道数（条）	新航站楼/跑道建成时间
广州机场	1	2500	5500	3	2018 年
香港机场	2	5000	7500	2	2023 年
深圳机场	1(原 AB 弃用)	4500	7000	2	-

来源：国金证券研究所

机场产能和盈利周期性明显

机场生命周期决定机场投资时点。机场生命周期的三阶段分为吞吐量驱动阶段、商业驱动阶段和航空城阶段。目前我国主要大型枢纽机场正处于“吞吐量驱动”向“商业驱动”转变的阶段。中国的上市机场在经过 20 多年的发展后，尤其像上海浦东国际机场枢纽建设已初步成型，机场管理者意识到机场航空业务潜力有限，非航业务收入是未来业绩增长的驱动力，因此上海机场聘请美国知名机场商业策划公司帮助其进行 T1 航站楼的流程再造、相关非航业务发展策划。

图表 29：深圳、上海、白云、厦门机场的盈利周期



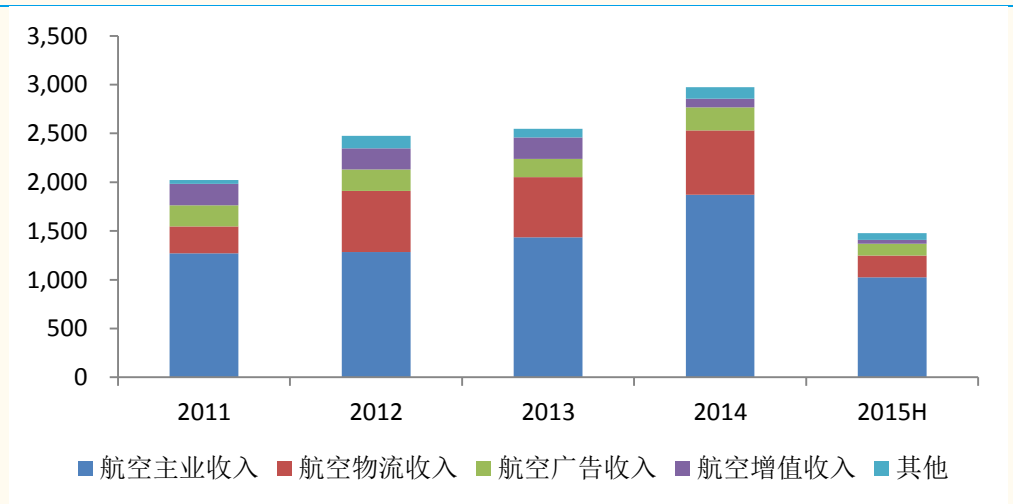
来源：国金证券研究所

由于深圳机场 2013 年正式启用 T3 航站楼，正处于吞吐量驱动向商业驱动转变的底部，此阶段主要特征是重资产、盈利受扩建周期的影响而呈现较强周期性，航空业务收入是收入的主体。机场的重大扩建，折旧和财务费用都会将出现暴增，从而致其 EPS 以及股东回报水平出现大幅下滑。但另一方面，随着产能瓶颈的释放，机场航空收入和非航收入又将会呈现进入稳定固的增长态势，从而逐渐弥补折旧。

公司处于产能爬升期，盈利能力进入上升通道

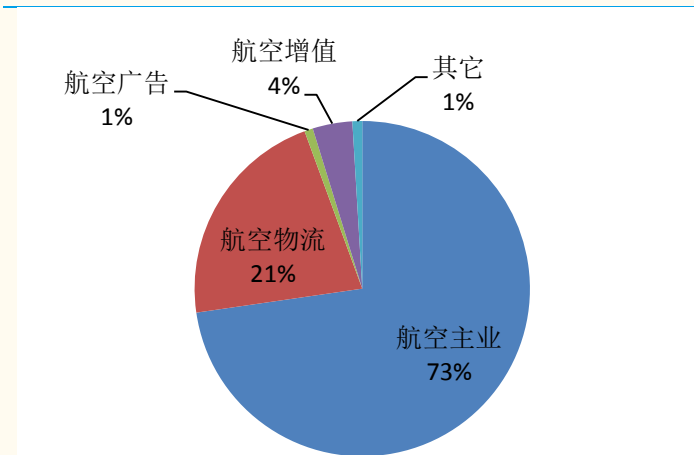
深圳机场营业收入主要来源为航空主业收入，因此未来稳定的旅客流量是公司利润的良好保障。2014 年深圳机场的营业收入达到 29.7 亿元，航空主业占比 63%，物流业务占比 22%，其余业务分别为广告业务和增值服务，收入占比分别为 8%和 3%。

图表 30: 2011-2015 深圳机场各项收入构成



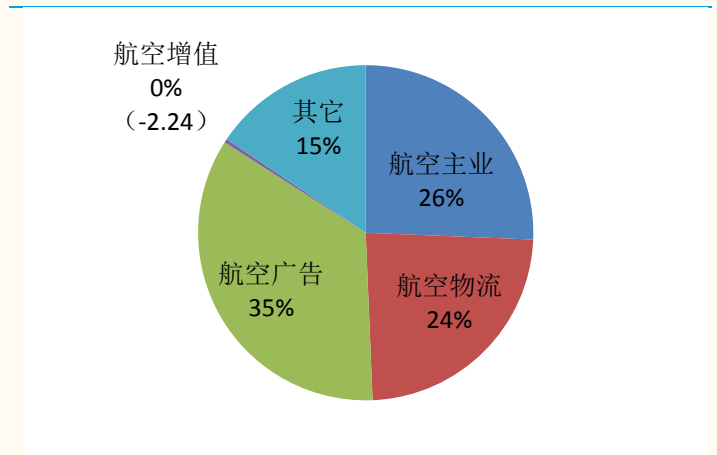
来源: 国金证券研究所

图表 31: 深圳机场各项成本构成



来源: 国金证券研究所

图表 32: 深圳机场各项毛利构成



来源: 国金证券研究所

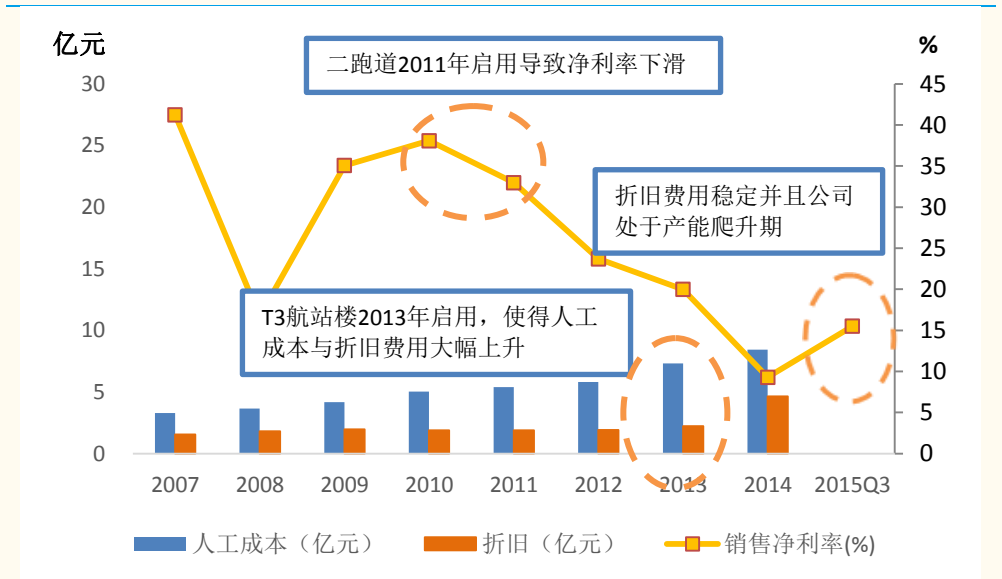
■ T3 航站楼启用导致折旧费用提高

深圳机场 2012 年旅客吞吐量达到 2956 万, 产能利用率超过 160%, 因此在 2013 年底启用 T3 航站楼, 产能大幅提升。

T3 新航站楼的启用也带来高折旧费用。2013 年在建工程转入固定资产共计 59.3 亿元, 2014 年折旧 4.66 亿元, 与 2013 年的 2.22 亿元相比同比增长 109%。折旧费用的增加使得公司过去 2 年营业成本增加, 2014 年营业成本同比增加 40%达到历史最高的 23 亿元, 对 2014 年公司的盈利能力产生一次性的瞬间打压。

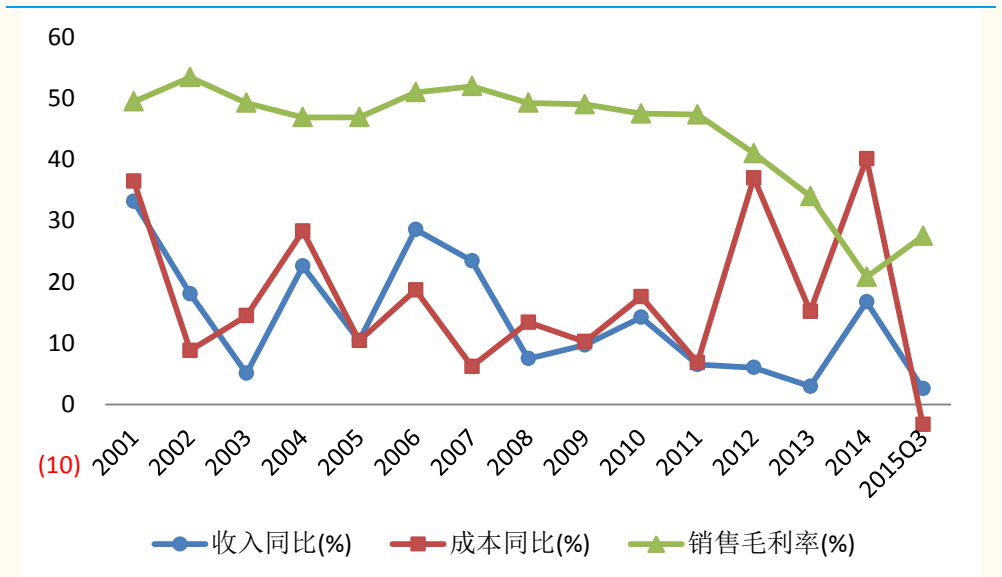
2014 年后, 折旧及其他相关费用稳定下来, 每年折旧额为 5 亿元, 未来 4 年之内没有其他资本性开支, 公司营业成本将非常稳定, 随着公司产能爬升, 盈利能力大幅提升。

图表 33: 深圳机场新航站楼启用导致折旧和人工成本的同比增长



来源: 国金证券研究所

图表 34: 2001-2015 年深圳机场营业收入、成本同比增长和销售毛利率



来源: 国金证券研究所

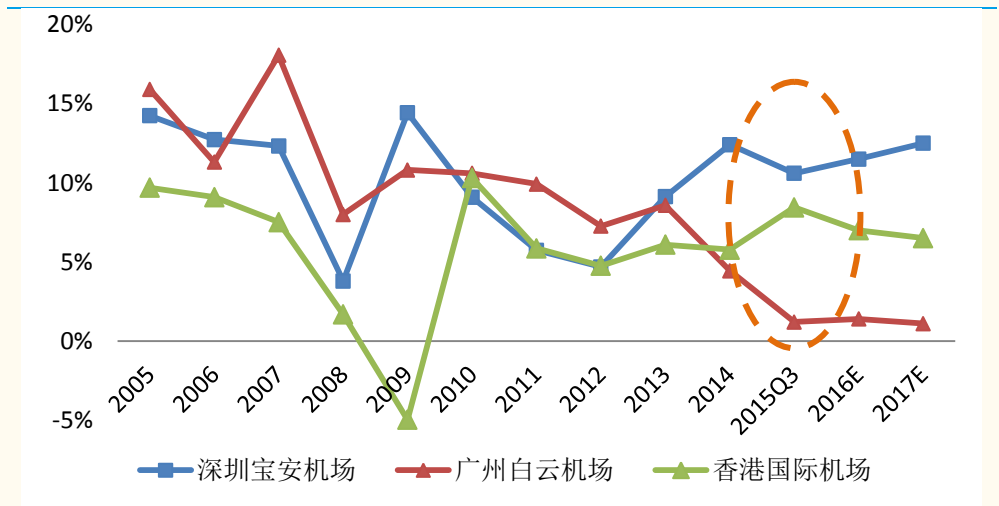
■ 航空主业产能迎来大航站区时代

而在收入端, 随着深圳机场二跑道和 T3 航站楼的投入使用, 使航班时刻资源得到有效提升, 长期以来制约深圳机场发展的瓶颈得到有效解决, 其产能足以满足年旅客吞吐量 4500 万人次和货邮吞吐量 240 万吨的业务量, 深圳机场从此真正步入“大航站区、大飞行区”运营的时代。

在飞机起降架次方面, 目前深圳航空的跑道高峰每小时起降达到 48 架次, 中长期来看飞机起降在高峰小时将突破 60 架次, 预计同比增长 25%。

从 2015 年第三季度的旅客吞吐量可以看到, 深圳机场旅客吞吐依然保持 11% 的同比增长, 香港机场同比增长 8%, 广州白云机场仅为 1%。预计未来 3 年内在白云机场二号航站楼投入使用前, 深圳机场旅客吞吐量将保持 15% 左右的增速。

图表 35: 深圳、广州、香港机场旅客吞吐量同比增长



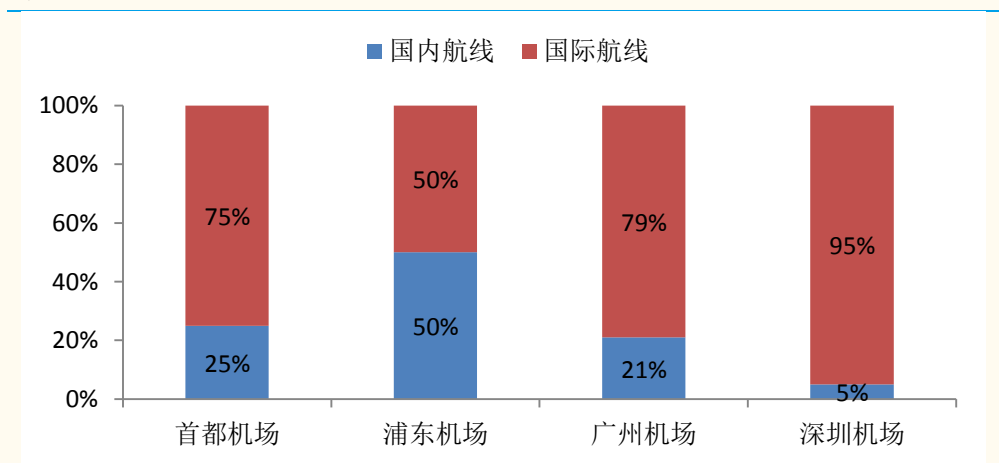
来源: 国金证券研究所

洲际干线和低成本航线将蓬勃发展，ROE 进入上升通道

目前深圳机场国际航线旅客运输量占比 5%，与首都机场、浦东机场和白云机场等相比差别巨大。国际航线占比较低的原因是三大航出于前几年对客座率和成本控制的担心，更希望通过航空 HUB 商业模式经营国际航线，把国内干线的旅客先输送到北京和上海，在北京和上海通过主基地航空公司的国际航班输送到国际和地区目的地，而不愿从深圳、武汉、成都、重庆等国内干线城市直飞国际航线。

近几年随着人均可支配收入的提升，国内干线城市直航国际需求巨大。同时异军突起的低成本航空公司通过更优秀成本控制，通过更有竞争力的经济机型，在国内二线干线城市深圳、成都、重庆等干线城市可以开通点对点的高频次航线。深圳本身的国际直飞需求巨大，公商务和出境游足以支撑较高的客座率和较好的收益。由于深圳本地有大量以华为、中兴等跨国企业为主的外向型企业，足以支撑深圳始发的洲际干线。

图表 36: 各机场国际航线占比



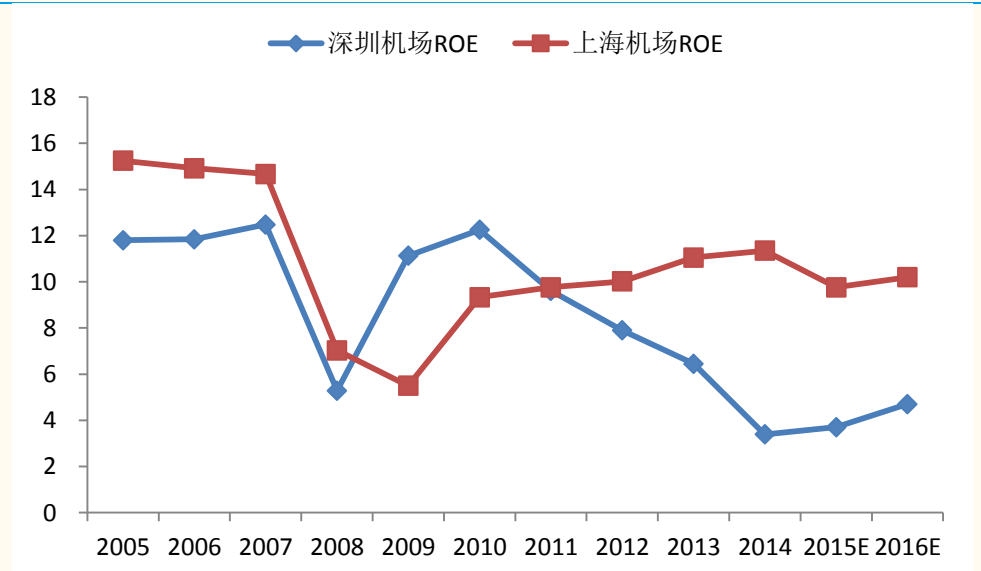
来源: 国金证券研究所

十三五期间深圳机场将开通更多国际航线。2016 年是深圳机场的国际航线开辟年，包括国航、南航、外航、亚航、春秋航空都将在深圳开通国际或者地区航

线。洲际干线，2016 年深圳机场开通深圳—悉尼；深圳—武汉—迪拜国际航线（武汉市政府支持开通更多国际航线）。未来深圳将开通直飞北美核心城市、欧洲伦敦、法兰克福、巴黎三大枢纽机场国际航线。预计未来 5 年内公司国际航线占比将提升至 15%-20%。

对于内航外线和外航外线，机场可以收取更高的起降费用和旅客服务费等，国际航线的比例提升将在未来提高深圳机场的 ROE 水平。2015 年三季度深圳机场的 ROE 为 3.4%，预计未来随着机场产能利用率的爬升及国际航线的开辟，ROE 水平将提升至 10%以上。

图表 37: 2005-2015 深圳机场和上海机场 ROE



来源：国金证券研究所

非航业务收益增长前景无限

与雅仕维成立广告合资公司，毛利率高达 92%

2013 年深圳机场广告公司和上海雅仕维广告有限公司共同出资成立深圳机场雅士维传媒有限公司。2014 年合资公司完成注册、经营团队和销售团队的合并组建，广告销售与公司经营步入正轨。双方共出资 3000 万元，深圳机场持有 51% 的股权，雅仕维公司持有 49% 的股权。合资公司主要经营深圳机场 T3 航站楼全部的广告业务。

合资公司就 T3 航站楼室内外广告媒体资源向机场广告公司按季度支付广告经营费。广告经营费分为两个部分计收：（1）广告基本经营费和（2）广告发布收入分成经营费。广告的基本经营费为每年 1000 万元；广告发布收入分成经营费为每年收入目标的 79%和收入目标的超额部分按 30%—45%累进计算支付。

广告发布收入分成经营费还有保底收入，2015 年的保底金额为 24,891 万元，2016 年以后年度的保底金额以下算式计算：当年保底金额=上年保底金额×(1+上年度深圳机场旅客吞吐量增长率×60%)。

图表 38：合资广告公司支付深圳机场费用的计算表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
广告基本经营费	1000	1000	1000	1000	1000	1000
广告发布收入分成经营费	合资公司 79%收入+收入目标的 79%+目标超额部分的 30%-45%					
保底金额	22557	24891	上年保底金额×(1+上年深圳机场旅客吞吐量增长率×60%)			

来源：国金证券研究所

图表 39：深圳机场四楼媒体广告效果



来源：国金证券研究所

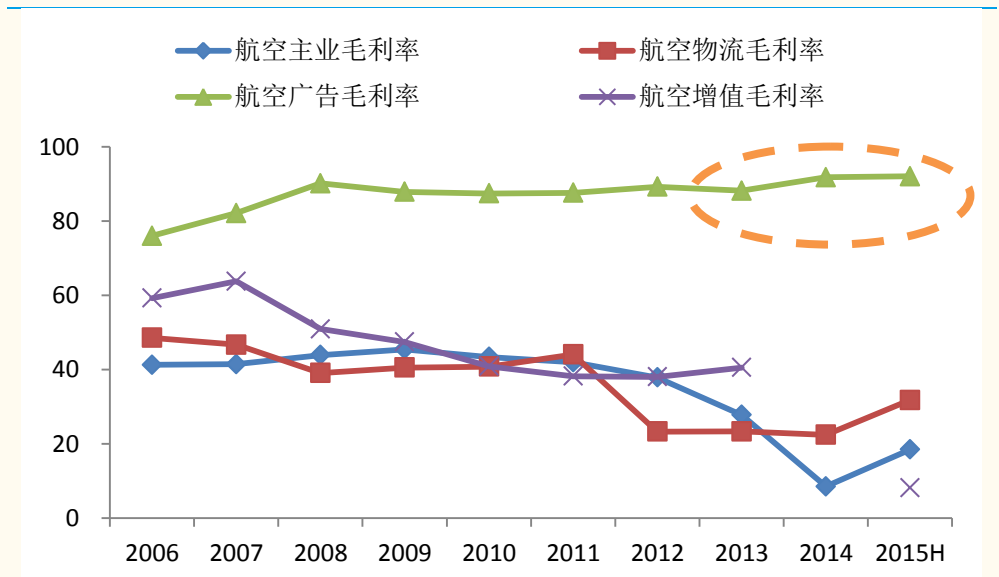
图表 40：雅仕维广告公司



来源：国金证券研究所

由于保底金额的存在以及广告费计算公式与旅客吞吐量正相关，2014 年深圳机场的广告收入达到 2.3 亿元，预计未来将快速增长。同时广告业务毛利率过去 3 年内也不断增长，从 2013 年的 88%已增长至 2015 年的 92%。由于公司广告业务毛利在四大业务毛利中占比 35%成为占比最高的收入，预计未来广告收入将对于公司业绩带来较大提振。

图表 41：2006-2015 年深圳机场各业务毛利率



来源：国金证券研究所

原 A、B 航站楼改为国际汽车展示，贡献稳定运营租金

深圳机场利用 AB 航站楼闲置期实施商业转型升级，既能够适应深圳机场主业的长远发展，又能够充分实现 AB 航站楼的资产价值，同时也有利于带动周边城区的消费和产业升级。公司立足打造深圳新的“城市商业名片”，充分关注项目业态的产业引领性和创新性，发挥项目对周边区域的辐射和带动作用。

中选承租人-前海正宏是一家立足于汽车 O2O 领域的专业公司，主要经营汽车销售、汽车科技文化交流推广、电子产品、汽车配件的技术开发与销售。为保证项目后续的有效落地，中选承租人也将与行业中的专业汽车综合体运营商进行强强联合，建立专业的项目运营团队。

“深圳国际车窗”项目以汽车产业为核心主题，符合产业发展方向；汇聚国内外高端汽车品牌，满足项目中高端定位要求，具备品牌引领性；通过建立以汽车 O2O 运营为核心的创新商业模式，确保项目的可持续运营能力。深圳机场将以不同的单位租金价格向 AB 航站楼的停车场和楼内面积向浅海正宏收取租金。项目的租期为 15 年，前三年深圳机场每年将有 7000 万元的租金收入。

打造物流发展平台，构建华南大 HUB

公司着力打造物流发展平台，加强货运发展统一筹划，提升货运板块竞争力。深圳是国内快递龙头顺丰的总部所在地、圆通也将在深圳建设强大的基地。华航、长荣台北全货机航班相继开通，实现台湾货运直航，同时开拓了经由台北中转欧美的通道。深圳机场积极推动物流业务转型，制定物流设施规划实施方案，推动新货站 B2、南货运区代理人仓库等设施建设，协助顺丰顺利启用华南 HUB。

机场收费改革若执行，公司业绩弹性巨大

全国 200 多家机场亏损比例超过 80%，亏损面巨大，仅有大约 20 家机场盈利，如果扣除政府补贴，真正盈利的只有 7 家机场。机场收费低及流量少是亏损的主要原因，机场提价尤其内航内线收费提价是大势所趋。

目前我国机场的收入来源主要分为航空性业务和非航空性业务，其收费的标准主要参照中国民用航空总局 2007 年公布的民航发[2007]159 号文件，详细规定了包括内航内线、内航外线和外航外线的收费：对于飞机起降来说航空公司需向机场缴纳飞机起降费、停场费和过桥费，对于旅客来说机场将收取旅客服务费、安检费和货物运输费。

图表 42：内地航空公司内地航班航空性业务收费项目的收费标准基准价

项目 标准 机场类别	起降费 (元/架次)					T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	安检费									
	T: 飞机最大起飞全重													T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重
	25吨以下	26-50吨	51-100吨	101-200吨	201吨以上																		
一类1级	240	650	1100+22×(T-50)	2200+25×(T-100)	5000+32×(T-200)	2小时以内免收; 超过2小时, 每停场24小时按照起降费的15%计收。不足24小时按24小时计收。	单桥: 1小时以内100元; 超过1小时每半小时50元。不足半小时按半小时计收。多桥: 按单桥标准的倍数计收。	34	5	35													
一类2级	250	700	1100+23×(T-50)	2250+25×(T-100)	5050+32×(T-200)			40	6	40													
二类	250	700	1150+24×(T-50)	2350+26×(T-100)	5100+33×(T-200)			42	7	41													
三类	270	800	1300+24×(T-50)	2500+26×(T-100)	5150+33×(T-200)			42	7	42													

来源: 国金证券研究所

2007 年内航外线收费标准是外航外线收费标准的 60%进行, 2013 年中国民航总局发布民航[2013]2 号和 3 号文件, 提升内航外线收费, 内航外线与外航外线收费看齐。内航外线和外航外线收费并轨部分缓解了国内大部分机场收费偏低、资源配置效率低下的问题, 但是内行内线目前还是沿用 8 年的收费标准。

图表 43：内地及国外航空公司国际及港澳航班航空性业务收费标准基准价

项目 标准 机场类别	起降费 (元/架次)					T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	安检费								
	T: 飞机最大起飞全重													T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重	T: 飞机最大起飞全重
	25吨以下	26-50吨	51-100吨	101-200吨	201吨以上																	
一类1级	2000	2200	2200+40×(T-50)	4200+44×(T-100)	8600+56×(T-200)	2小时以内免收; 超过2小时, 每停场24小时按照起降费的15%计收。不足24小时按24小时计收。	单桥: 1小时以内200元; 超过1小时每半小时100元。不足半小时按半小时计收。多桥: 按单桥标准的倍数计收。	70	12	70												
一类2级																						
二类																						
三类																						

来源: 国金证券研究所

目前内航内线与国际航线收费标准差距较大, 国内主要机场均已向中国民航局提交申请相关航线的提价方案, 机场已经与航空公司进行了多轮磋商。深圳航空作为国内的 1 级 2 类机场, 也在积极争取内航内线提价。深圳机场内航内线占比 95%, 在国内上市机场中占比最高; 若内航内线收费提价, 公司盈利提升幅度最大。

图表 44：内航内线提价的敏感性分析

内航内线提价的假设条件							
国内航线单位旅客收入（元）		46					
国内航线单位飞机起降收入（元）		2200					
国际航线单位旅客收入（元）		82					
国际航线单位飞机起降收入（元）		4800					
内航内线占比		95%					
国际航线占比		5%					
2015 年旅客吞吐量（万人）		3972					
2015 年飞机起降架次（万次）		30.5					
2016 年旅客吞吐量增速		8%					
2016 年飞机起降架次增速		6%					
内航内线提价比例		10%					

内航内线提价比例	0%	10%	20%	30%	40%	50%
航空主业收入	28.7	30.5	32.2	33.9	35.7	37.4
航空主业增长	0%	6%	12%	18%	24%	30%
营业总收入	37.9	39.7	41.4	43.2	44.9	46.7
营业总收入增长	0%	5%	9%	14%	18%	23%
净利润	5.6	6.0	6.5	6.9	7.4	7.8
净利润增长	0%	8%	16%	24%	33%	41%
EPS	0.27	0.29	0.32	0.34	0.36	0.38
EPS 增长	0%	8%	16%	24%	33%	41%

来源：国金证券研究所

深圳机场的内航内线占比达到 95%，目前内航内线的收费价格只占外航外线价格的 60%，经过我们的测算，在公司其他条件不变的情况下，如果深圳机场内航内线收费提价 10%，公司净利润和 EPS 都将增长 8%。我们预计内航内线提价超过 20% 的概率很大，如果内航内线提价 20%，公司的净利润和 EPS 将增长 16%，对于公司业绩是个巨大的促进。

盈利预测及估值

对于公司业绩预测的双变量敏感性分析

由于深圳机场属于我国民航总局规定的一级 2 类机场，其国内和国际航线的单位旅客服务费和安检费分别为 46 元和 82 元。公司平均国内和国际航线飞机起降收入为 2300 元和 4800 元左右。公司 2015 年的旅客吞吐量为 3972 万人，飞机起降为 30 万架次，分别同比增长 10% 和 7%。根据以上条件，我们对于 2016 年旅客吞吐量和飞机起降架次的增长进行了双变量的敏感性分析，分析 2016 年不同情景下的旅客吞吐量增长和飞机起降架次增长对于公司净利润和 EPS 有多大影响。

图表 45：深圳机场业绩预测的双变量敏感性分析

假设条件	国内航线单位旅客收入（元）	46
	国内航线单位飞机起降收入（元）	2300
	国际航线单位旅客收入（元）	82
	国际航线单位飞机起降收入（元）	4800
	国内航线占比	95%
	国际航线占比	5%
	2015 年旅客吞吐量（万人）	3972
2015 年飞机起降架次（万次）	30.5	
敏感性分析变量	2016 年旅客吞吐量增速	
	2016 年飞机起降架次增速	

旅客吞吐量增长	净利润（亿元）	4%	6%	8%	10%	12%	14%	
								4%
飞机起降架次增长	净利润（亿元）	4%	5.14	5.24	5.33	5.43	5.53	5.62
		6%	5.18	5.27	5.37	5.47	5.57	5.66
	净利润（亿元）	8%	5.22	5.31	5.41	5.51	5.60	5.70
	净利润（亿元）	10%	5.25	5.35	5.45	5.54	5.64	5.74
	净利润（亿元）	12%	5.29	5.39	5.48	5.58	5.68	5.78
	净利润（亿元）	14%						

旅客吞吐量增长	EPS	4%	6%	8%	10%	12%	14%	
								4%
机场起降架次增长	EPS	4%	0.251	0.255	0.260	0.265	0.270	0.274
		6%	0.252	0.257	0.262	0.267	0.271	0.276
	EPS	8%	0.254	0.259	0.264	0.268	0.273	0.278
	EPS	10%	0.256	0.261	0.266	0.270	0.275	0.280
	EPS	12%	0.258	0.263	0.267	0.272	0.277	0.282
	EPS	14%						

来源：国金证券研究所

我们发现，对于最差情景分析，即旅客吞吐量和飞机起降架次都仅增长 4%，公司实现净利润 5.10 亿元，EPS0.25 元，这与最好情形即两者都增长 14%、净利润 5.78 亿元和 EPS0.28 元。即在最差的情况下，深圳航空的盈利能力也有保证。主要的原因在于深圳机场的折旧等相关费用稳定下来，非航线业务的占比近年来不断提升，特别是广告业务，毛利率达到 92%。

公司盈利预测及估值

- 对于深圳机场航空主业，2015 年半年报显示公司业务增长 13%，按照最保守的估计，预计全年公司营业收入将增长 13%，2016 年和 2017 年营业收入增长分别达到 12%和 13%。毛利率也不断走出启用 T3 航站楼的影响，预计 15/16/17 年毛利率分别为 20%，26%和 32%，逐渐回升至 2011 年的 40%以上。

- 对于机场物流业务，2015 年半年报显示公司业务同比下降 17%，预计全年收入下降 15%左右。未来 2 年由于美国 UPS, FedEx, 顺丰等公司业务中心的建立，预计收入增长率将达到 8%和 10%，毛利率也由于物流网络的构建而上升至 35%和 37%。
- 对于广告收入，公司毛利率和运营效率将随着与雅仕维公司深度合作将进一步提高，预计 15/16/17 年毛利率将达到 92%/92.5%/93%，未来两年的广告收入增速将与客流量同步，保守估计为 14%和 15%。
- 对于航空增值业务，公司不断开辟国际航线将通过增加高净值旅客数量而提高公司的增值服务收入，预计未来 2 年增值服务收入增长率分别达到 6%和 7%。

预计公司 2015/2016/2017 年 EPS 预测 0.26/0.34/0.45 元，当前股价对应 PE 为 25/20/15 倍。考虑到公司未来 4 年无重大资本性开支，折旧等费用已经趋于稳定，盈利进入上升通道，给予公司“买入”评级，2016 年 25x P/E，给予目标价 8.5 元。

图表 42：深圳航空盈利预测

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
航空主业收入(亿元)							
收入	12.7	12.9	14.3	18.7	21.2	23.7	26.8
成本	7.4	8.0	10.4	17.1	16.9	17.5	18.2
收入增长率(%)		1%	12%	30%	13%	12%	13%
毛利率(%)	42.0%	37.9%	27.8%	8.5%	20%	26%	32%
航空物流收入(亿元)							
收入	2.8	6.3	6.2	6.6	5.6	6.0	6.6
成本	1.5	4.8	4.7	5.1	3.8	3.9	4.2
收入增长率(%)		127%	-1%	7%	-15%	8%	10%
毛利率(%)	44.1%	23.3%	23.4%	22.4%	32%	35%	37%
航空广告收入(亿元)							
收入	2.2	2.2	1.9	2.4	2.7	3.1	3.6
成本	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
收入增长率(%)		2%	-15%	26%	15%	14%	15%
毛利率(%)	87.6%	89.3%	88.2%	91.8%	92%	93%	93%
航空增值收入(亿元)							
收入	2.2	2.2	2.2	0.9	0.9	1.0	1.0
成本	1.3	1.3	1.3	0.9	0.8	0.9	0.9
收入增长率(%)		-1%	1%	-60%	5%	6%	7%
毛利率(%)	38.2%	38.1%	40.6%	-2.5%	10%	11%	12%
销售总收入(亿元)							
销售总收入	20.2	24.7	25.5	29.7	30.4	33.8	38.0
销售总成本(亿元)							
销售总成本	10.6	14.6	16.8	23.5	21.8	22.6	23.6
毛利(亿元)							
毛利	9.6	10.2	8.7	6.2	8.6	11.2	14.5
平均毛利率							
平均毛利率	47%	41%	34%	21%	28%	33%	38%
营业收入增长率							
营业收入增长率		22%	3%	17%	2%	11%	12%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	2,473	2,546	2,973	3,038	3,380	3,802	货币资金	1,258	949	1,935	252	267	274
增长率		3.0%	16.8%	2.2%	11.3%	12.5%	应收款项	304	392	442	417	464	522
主营业务成本	-1,458	-1,680	-2,354	-2,177	-2,256	-2,356	存货	2	2	4	4	4	4
%销售收入	58.9%	66.0%	79.2%	71.7%	66.7%	62.0%	其他流动资产	10	9	61	4	5	5
毛利	1,015	867	619	861	1,124	1,446	流动资产	1,574	1,353	2,443	677	740	805
%销售收入	41.1%	34.0%	20.8%	28.3%	33.3%	38.0%	%总资产	15.1%	11.4%	19.2%	5.5%	5.3%	5.2%
营业税金及附加	-94	-47	-59	-60	-65	-70	长期投资	945	912	1,600	1,600	1,600	1,600
%销售收入	3.8%	1.8%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	固定资产	7,487	9,205	8,237	9,792	11,314	12,932
营业费用	-4	-5	-5	-5	-6	-7	%总资产	72.0%	77.6%	64.9%	79.5%	81.3%	82.9%
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	289	282	248	252	257	262
管理费用	-80	-84	-87	-100	-112	-125	非流动资产	8,828	10,509	10,255	11,644	13,171	14,794
%销售收入	3.2%	3.3%	2.9%	3.3%	3.3%	3.3%	%总资产	84.9%	88.6%	80.8%	94.5%	94.7%	94.8%
息税前利润 (EBIT)	838	731	468	695	942	1,244	资产总计	10,403	11,861	12,698	12,322	13,911	15,599
%销售收入	33.9%	28.7%	15.8%	22.9%	27.9%	32.7%	短期借款	0	0	599	1,062	1,979	2,742
财务费用	5	-6	-123	-7	-62	-60	应付款项	384	1,498	1,499	1,207	1,255	1,315
%销售收入	-0.2%	0.2%	4.1%	0.2%	1.8%	1.6%	其他流动负债	400	208	719	276	289	307
资产减值损失	-108	-4	-6	0	0	0	流动负债	784	1,706	2,817	2,545	3,524	4,364
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	2	4	6
投资收益	32	-32	6	-10	5	5	其他长期负债	2,269	2,342	1,958	1,811	1,811	1,811
%税前利润	4.2%	n.a	1.6%	n.a	0.6%	0.4%	负债	3,053	4,048	4,775	4,358	5,338	6,180
营业利润	767	690	345	678	884	1,188	普通股股东权益	7,335	7,792	7,904	7,945	8,554	9,400
营业利润率	31.0%	27.1%	11.6%	22.3%	26.2%	31.3%	少数股东权益	15	22	19	19	19	19
营业外收支	3	2	7	5	5	5	负债股东权益合计	10,403	11,861	12,698	12,322	13,911	15,599
税前利润	770	692	352	683	889	1,193	比率分析						
利润率	31.1%	27.2%	11.8%	22.5%	26.3%	31.4%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-183	-183	-76	-150	-196	-263	每股指标						
所得税率	23.8%	26.4%	21.6%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.343	0.297	0.158	0.260	0.338	0.454
净利润	587	509	276	533	694	931	每股净资产	4.339	4.606	4.672	4.696	5.056	5.556
少数股东损益	7	7	8	0	0	0	每股经营现金净流	0.494	0.548	0.534	0.293	0.749	0.892
归属于母公司的净利润	579	502	268	533	694	931	每股股利	0.035	0.035	0.028	0.050	0.050	0.050
净利率	23.4%	19.7%	9.0%	17.5%	20.5%	24.5%	回报率						
							净资产收益率	7.90%	6.45%	3.39%	6.71%	8.11%	9.90%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.57%	4.23%	2.11%	4.33%	4.99%	5.97%
							投入资本收益率	6.64%	5.30%	3.56%	5.00%	5.94%	6.94%
净利润	587	509	276	533	694	931	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	22.24%	2.96%	16.76%	2.19%	11.26%	12.47%
非现金支出	311	237	481	501	503	507	EBIT 增长率	6.16%	-12.75%	-35.95%	48.42%	35.46%	32.07%
非经营收益	-52	63	116	197	56	52	净利润增长率	-11.85%	-13.31%	-46.65%	98.91%	30.11%	34.20%
营运资金变动	-10	119	29	-736	14	19	总资产增长率	13.51%	14.02%	7.05%	-2.96%	12.90%	12.14%
经营活动现金净流	836	927	903	495	1,266	1,509	资产管理能力						
资本开支	-1,994	-908	-362	-2,055	-2,025	-2,125	应收账款周转天数	39.1	45.1	44.8	45.0	45.0	45.0
投资	206	47	-958	0	0	0	存货周转天数	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
其他	13	8	10	-10	5	5	应付账款周转天数	10.3	9.9	11.3	11.0	11.0	11.0
投资活动现金净流	-1,774	-854	-1,310	-2,065	-2,020	-2,120	固定资产周转天数	340.4	1,316.5	1,010.9	935.7	789.4	665.2
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	697	-208	500	317	920	764	净负债/股东权益	13.70%	17.73%	5.99%	32.93%	41.14%	45.49%
其他	-100	-113	-109	-431	-151	-146	EBIT 利息保障倍数	-176.7	128.0	3.8	103.1	15.1	20.6
筹资活动现金净流	597	-321	391	-114	769	618	资产负债率	29.35%	34.13%	37.60%	35.37%	38.38%	39.62%
现金净流量	-341	-247	-16	-1,683	15	7							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD