

白云机场 (600004) \ 交通运输

——T2投产新机遇，产能爬坡新时期

投资建议：**谨慎推荐**
首次覆盖

当前价格：10.43元

目标价格：12.55元

投资要点：

► T2投产带来的产能提升

白云机场地处珠三角腹地，充沛的居民消费能力是其航空旅客客源能够可持续增长的基础。随着T2航站楼的正式启用，白云机场的旅客吞吐容量提升至每年8000万人次，比肩上海浦东和北京首都机场，其高峰小时起降架次能力亦有提升空间。充裕的产能空间在民航局总量调控“抓准点率”的大背景下显得弥足珍贵，这也使其时刻增量能在很长一段时期内领跑枢纽机场，并对接当地航空出行需求的不断增长。

► 非航业务增量覆盖成本上升

T2航站楼的造价约在140亿元左右，预计将增加年化折旧成本约6亿元，运营成本约10亿元；但T2也将打开非航业务空间：根据已经签约的进、出口免税、商业零售、广告等业务估算，预计将为公司增厚约17亿利润，足以覆盖成本增长。此外，之前被客流挤压的T1商业区块也有望重新招标。

► 政策黑天鹅使短期业绩承压

民航基金返还提前取消将于18年12月生效，快于预期2年。该政策将导致公司18/19年业绩短期承压；预计影响18年营收0.8亿元，19年影响或在8亿元左右。

► 盈利预测与估值

受益T2产能释放，我们预计公司旅客吞吐量将保持高速增长，免税、商业、广告等非航业务发展也将打开成长空间。但考虑到成本的骤升和民航发展基金的提前取消，公司短期业绩面临压力，18、19年EPS分别为0.52元、0.47元，按照DCF估值，我们给予目标价12.55元。考虑到公司股价回调幅度较大及其未来的成长性，我们仍给予“谨慎推荐”评级。

► 风险提示

高铁等其他运输方式竞争风险、区域内其他机场的竞争风险

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,069/2,069
流通A股市值 (百万元)	21,583
每股净资产 (元)	7.59
资产负债率 (%)	43.35
一年内最高/最低 (元)	18.87/9.50

一年内股价相对走势



陈晓 分析师

执业证书编号：S0590513120001

电话：0510-85613713

邮箱：chenx@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	6,166.68	6,761.55	7,944.82	7,845.51	8,247.20
增长率 (%)	9.73%	9.65%	17.50%	-1.25%	5.12%
EBITDA (百万元)	2,478.10	2,769.16	2,756.02	2,903.58	3,172.70
净利润 (百万元)	1,393.85	1,579.49	1,084.43	966.45	1,190.97
增长率 (%)	11.23%	13.32%	-31.34%	-10.88%	23.23%
EPS (元/股)	0.67	0.76	0.52	0.47	0.58
市盈率 (P/E)	15.48	13.66	19.90	22.33	18.12
市净率 (P/B)	2.00	1.44	1.34	1.27	1.18
EV/EBITDA	5.93	7.81	9.05	7.80	6.75

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1.	背景简述	4
1.1.	公司概况.....	4
1.2.	股权结构.....	4
2.	业务概览	4
2.1.	业务结构：航空性与非航性业务并重.....	4
2.2.	需求分析：受益于航空出行意愿的增长.....	5
3.	T2 投产的机遇	6
3.1.	航空业务的产能释放.....	6
3.2.	国际旅客带来的租金溢价.....	8
3.3.	从广告业务看经营效率的提升.....	9
3.4.	T2 投产的成本影响将可控.....	10
4.	政策变化的影响	10
4.1.	总量调控：白云机场受益.....	10
4.2.	民航发展基金返还取消的影响.....	11
5.	盈利预测与估值	12
5.1.	关键假设.....	12
5.2.	DCF 估值.....	12
6.	风险提示	13
6.1.	其他运输方式竞争的风险.....	13
6.2.	区域内市场竞争风险.....	13

图表目录

图表 1: 公司股权结构图.....	4
图表 2: 主营业务收入拆分 (亿元, 2018 年中报)	5
图表 3: 航空性收入拆分 (亿元, 2018 年中报)	5
图表 4: 非航空性收入拆分 (亿元, 2018 年中报)	5
图表 5: 全民航旅客吞吐量增速 VS. 人均 GDP 增速.....	6
图表 6: 白云机场旅客增速 VS. 广东省 GDP 增速.....	6
图表 7: 2017 年中国 Top10 机场旅客吞吐量及其增速.....	6
图表 8: 白云机场营收与净利润增速 (%)	6
图表 9: T2 投产后, 白云机场跑道与航站楼的主要布局图.....	7
图表 10: 上市机场设计产能.....	7
图表 11: 主要机场的国际旅客流量占比 (2017)	8
图表 12: 全民航国际旅客增速.....	8
图表 13: 白云机场免税招标情况.....	8
图表 14: 各上市机场免税招标情况.....	8
图表 15: 白云机场 T1 广告业务模式.....	9
图表 16: 白云机场 T2 广告业务模式.....	9
图表 17: 2017 年白云机场成本结构 (亿元, %)	10
图表 18: 白云机场单季营业成本 (2017Q1 以来).....	10
图表 19: 17 年 9 月以来, 民航局对相关机场数据未达标的通告情况.....	10
图表 20: 核心枢纽机场准点率情况.....	11
图表 21: 核心枢纽机场 18 年冬春航季时刻增速情况.....	11
图表 22: DCF 关键假设表.....	12
图表 23: WACC 敏感性表.....	12
图表 5: 财务预测摘要.....	14

1. 背景简述

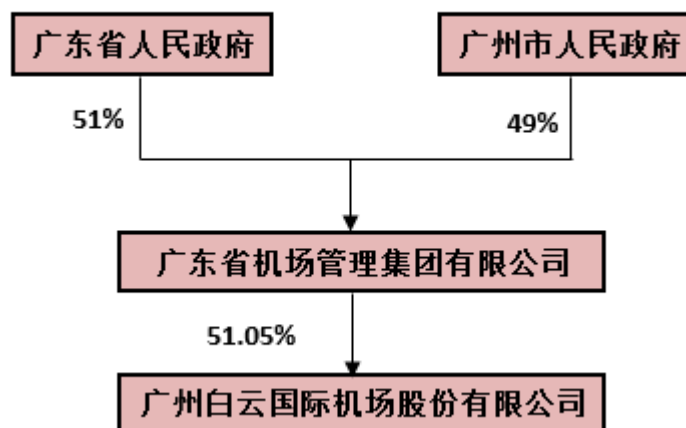
1.1. 公司概况

白云机场地处中国南部枢纽城市广州，海陆空运输网络发达，是中国的三大枢纽机场之一。公司目前拥有 3 条跑道、2 座航站楼和一个综合交通换乘中心（GTC），远期规划（2025 年）有 3 座航站楼和 5 条跑道。

1.2. 股权结构

公司控股股东—广东省机场管理集团有限公司持有公司 51.05% 的股份，而公司实际控制人广东省人民政府则持有机场集团 51% 的股权。

图表 1：公司股权结构图



来源：公司公告，国联证券研究所

2. 业务概览

2.1. 业务结构：航空性与非航性业务并重

与其他枢纽机场类似，白云机场的主营业务可分为航空性业务（即航空服务业务）与非航空性业务（即航空性延伸服务业务）。2018 年上半年，公司的航空性业务收入达 19.88 亿元，占比为 53%，非航空性业务收入达 17.33 亿元占比为 47%。

其中，航空性业务是机场的传统核心业务，具体是指机场以航空器、旅客和货物、邮件为对象，提供飞机起降与停场、旅客综合服务、安全检查以及航空地面保障服务。在我国，航空性业务的各项收费的指标由民航局统一制定，公司提供各项服务后，取得相应的收入。

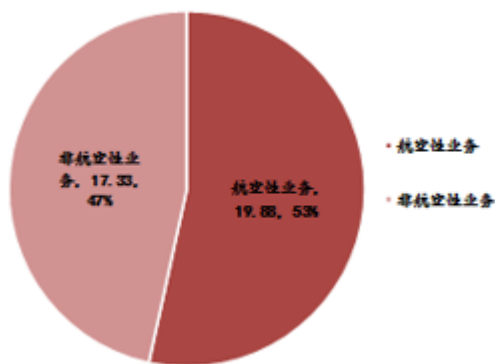
白云机场的航空性业务中，旅客综合服务费（31%）、机场建设返还（22%）、起

降服务（21%）、航空地面服务（15%）和安全检查服务（9%）是主要组成部分。

非航空性业务可理解为各大机场将旅客流量变现而取得的附加收入。服务的内容和收费标准依据市场情况和服务质量等因素而制定。近年来，伴随着消费升级，机场商业正在逐步兴起，各大机场的非航性业务也正逐渐成为其新的利润增长点。

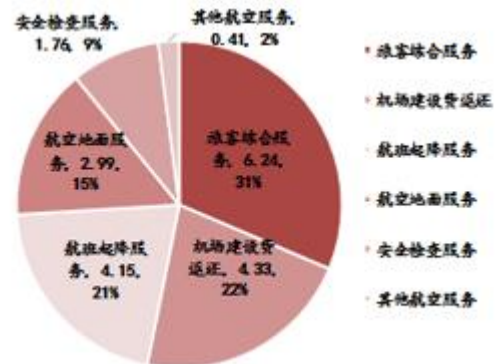
白云机场当前的非航空性业务种类较多，主要包括特许经营权业务（27%）、代理业务（20%）、广告业务（11%）、地面运输业务（9%）、租赁业务（7%）等。

图表 2: 主营业务收入拆分 (亿元, 2018 年中报)



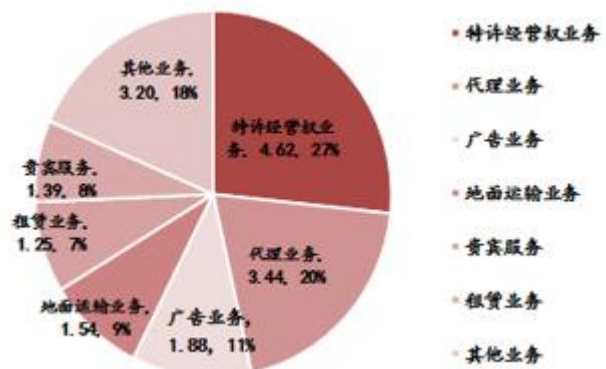
来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 3: 航空性收入拆分 (亿元, 2018 年中报)



来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 4: 非航空性收入拆分 (亿元, 2018 年中报)



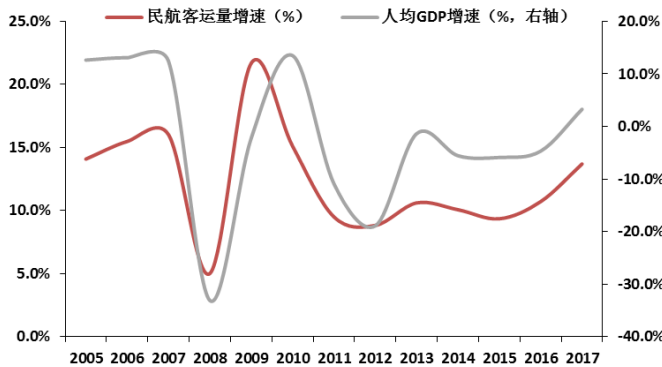
来源: 公司年报, 国联证券研究所

2.2. 需求分析: 受益于航空出行意愿的增长

机场作为城市中重要的基础设施, 其需求主要来自于居民的航空出行意愿, 故其与宏观经济增长、居民收入与消费水平的有着十分紧密的联系。近 12 年来的数据显示, 民航客运量增速与人均 GDP 增速保持着显著地正相关关系, 短期也会受到基础设施的不断完善、行业政策的刺激所影响, 而机场所在地的区域经济发展情况亦会对该机场的吞吐量造成影响。

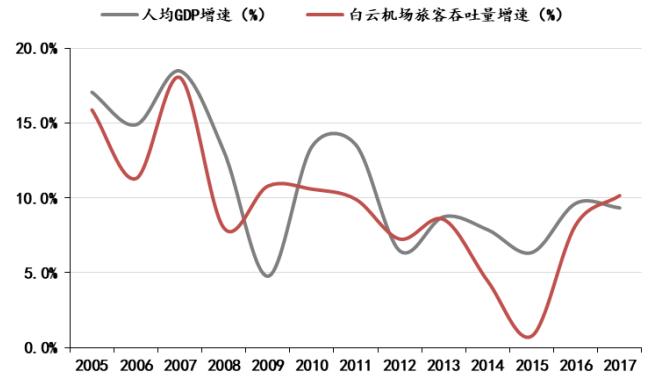
截至 2017 年底，我国共有 9 家机场突破 4000 万人次的旅客吞吐量，而在北上广三大枢纽机场中，白云机场的旅客吞吐量增速最快，达 10.17%。

图表 5: 全民航旅客吞吐量增速 VS. 人均 GDP 增速



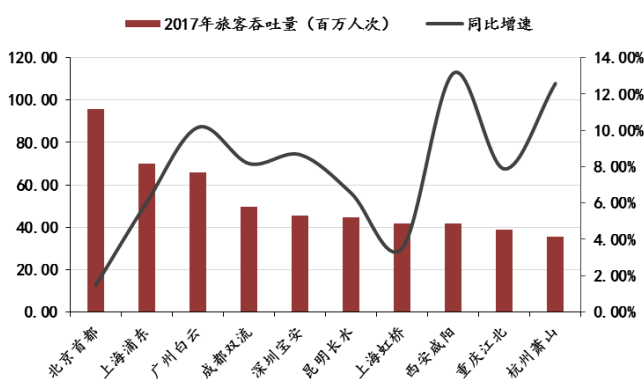
来源：民航局、国家统计局，国联证券研究所

图表 6: 白云机场旅客增速 VS. 广东省 GDP 增速



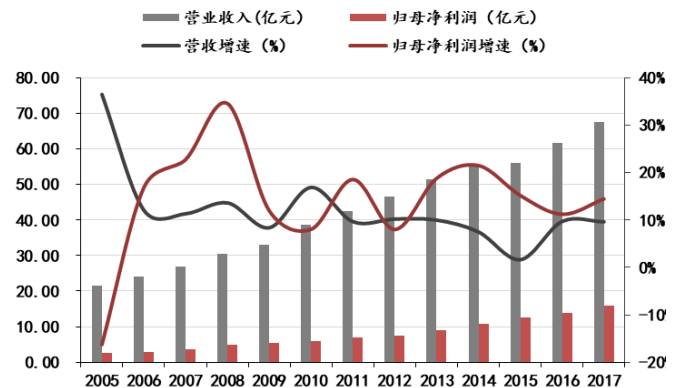
来源：Wind，国联证券研究所

图表 7: 2017 年中国 Top10 机场旅客吞吐量及其增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 8: 白云机场营收与净利润增速 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

白云机场所在的珠三角地区是中国经济的发达地区，消费能力也处于全国领先地位。截至 2018 年上半年，白云机场共覆盖 217 个通航点，其中国内 131 个，国际及地区 86 个。此外白云机场还是亚洲最大机队—中国南方航空的主基地，其也承接了白云机场约 50% 的旅客吞吐量。

3. T2 投产的机遇

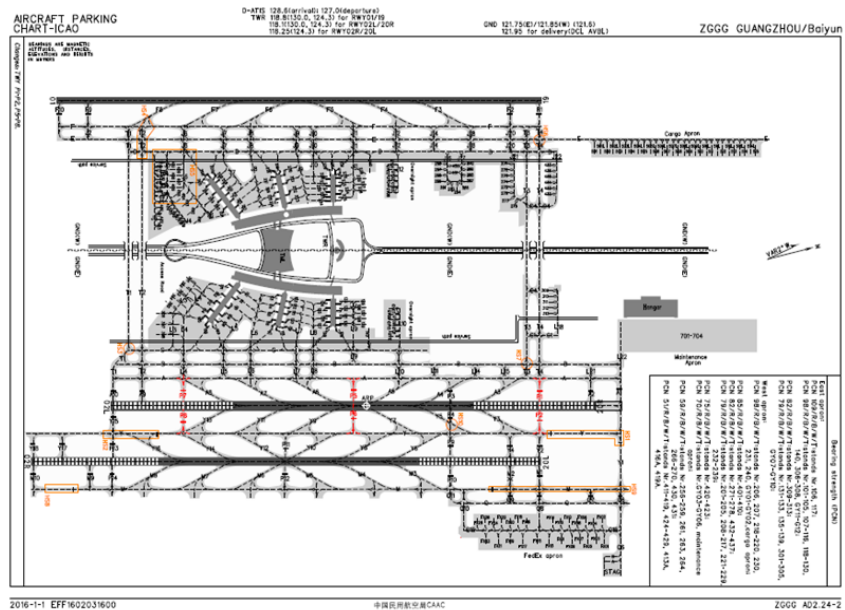
3.1. 航空业务的产能释放

跑道与航站楼的能力决定了机场高峰时刻所能承载的起降架次和旅客吞吐量，近

年来，由于航空需求的迅猛增长，部分机场开始遭遇产能瓶颈，这也是导致近年来航班准点率下降的核心原因。

2018年4月26日，白云机场T2航站楼正式投产运营。根据规划，T2航站楼的设计产能为年旅客吞吐量4500万人，而白云机场T1航站楼设计容量为年旅客吞吐量3500万人。这意味着白云机场目前的旅客产能已经与首都机场、上海浦东机场处于同一水平。

图表 9: T2 投产后，白云机场跑道与航站楼的主要布局图



来源：CAAC、Wikipedia，国联证券研究所

图表 10: 上市机场设计产能

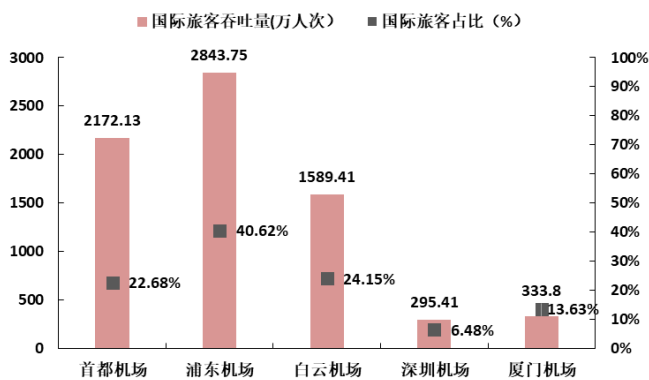
	跑道	设计起降架次 (万架次)	航站楼	面积 (万平方米)	设计旅客吞吐量 (万人)
首都机场	一跑道	58	T1	6	8000
	二跑道		T2	33.6	
	三跑道		T3	98.6	
浦东国际机场	一跑道	65.3	T1	27.8	8000
	二跑道		T2	48.55	
	三跑道		卫星厅 (建设中)	62.2	
	四跑道				
	五跑道 (建设中)				
白云机场	一跑道	62	T1	57	3500
	二跑道		T2	62.4	4500
	三跑道		T3 (规划中)		
	四跑道 (规划中)				
	五跑道 (规划中)				
深圳机场	一跑道	37.5	T3	45.1	4500
	二跑道		卫星厅 (规划中)		
	三跑道 (规划中)		T4 (规划中)		
厦门机场	一跑道	20	T3	12.98	1500
			T4	10.8	1200

来源：公司公告，国联证券研究所

3.2. 国际旅客带来的租金溢价

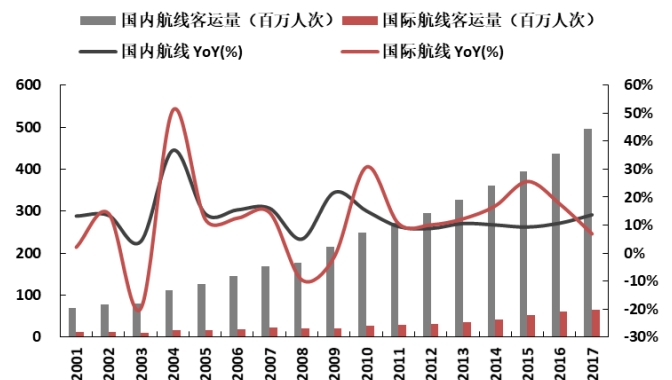
白云机场的国际旅客吞吐量在仅次于首都与浦东机场，国际旅客占比达 21%，与北京首都机场相仿，国际旅客规模与占比均显著高于同属于粤港澳区域的深圳宝安机场，这使得白云机场的旅客流量具备较高的价值。

图表 11: 主要机场的国际旅客流量占比 (2017)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 12: 全民航国际旅客增速



来源：Wind，国联证券研究所

在 T2 投产前，公司 T1 免税面积为 1600 平方米，其中出境 1300 平方米，入境 300 平方米，实际由中免集团经营出境业务，中免集团的分成约为 4000-5000 万元/年。

T2 投产后，公司将新增出境免税面积 3544 平方米，入境免税面 700 平方米，此外，T1 通过国际候机区改造项目，其入境面积也将扩大至 400 平方米。

图表 13: 白云机场免税招标情况

	进境 (T1+T2)	出境 (T2)	合计
面积 (平方米)	400+700	3544	4644
年保底销售额 (亿元)	7.07	3.95	11.02
提成比例	42%	35%	-
年化收入贡献 (亿元)	2.97	1.38	4.35
2018 年收入 (亿元)	2.89	1.27	4.16
2019 年收入 (亿元)	3.15	1.47	4.62

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 14: 各上市机场免税招标情况

机场	免税区域	有效期	保底租金或销售额	综合提成率
上海机场	T1	2022/01/01-2025/12/31	合同期内总保底租金410亿	42.50%
	T2	2019/01/01-2025/12/31		
	卫星厅	卫星厅启用后-2025/12/31		
首都机场	T2	2018/02/11-2020	首年保底租金8.3亿	47.50%
	T3	2018/02/11-2021	首年保底租金22亿	44%
白云机场	T2进境	2018/04-2024	首年保底销售额4.24亿	42%
	T2出境	2018/08-2026	首年保底销售额3.95亿	35%
	T1进境	2018/04-2024	首年保底销售额2.83亿	42%
深圳机场	进境	2017/08-2020	首年保底租金4528万	35%

来源：公司公告，国联证券研究所

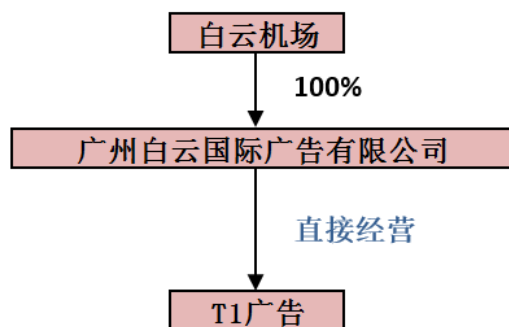
3.3.从广告业务看经营效率的提升

对于机场而言，广告业务的拓展同样依托于存量的航站楼资产，并无明显的增量本，增量收入原则上可以转化为增量利润；而对于商家而言，机场是高净值旅客的出入口，具备优良的流量价值，是商家的必争之地。

白云国际机场广告有限公司是白云机场控股 100%的子公司，在 T2 投产以前，主要由其负责对白云机场内 1800 多个广告点位进行统一规划、统一经营和统一管理。但与其他上市机场相比，由于激励机制不足等原因，白云机场的盈利能力于同行相比尚有差距。

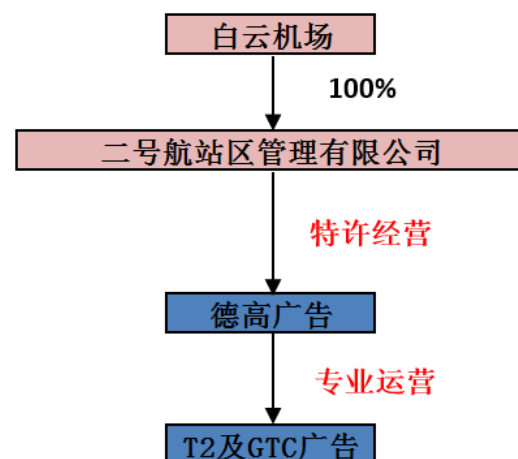
T2 航站楼的投入使用将为公司带来新的广告业务，也为公司重新理顺白云机场广告业务模式、优化广告资源管理和经营机制提供了新的机遇。公司不再直接参与 T2 航站楼广告的具体运营，而是通过成立二号航站区管理有限公司，以特许经营的方式，全权委托专业的广告商负责运营，并向其收取广告资源使用费。

图表 15: 白云机场 T1 广告业务模式



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 16: 白云机场 T2 广告业务模式



来源：公司公告，国联证券研究所

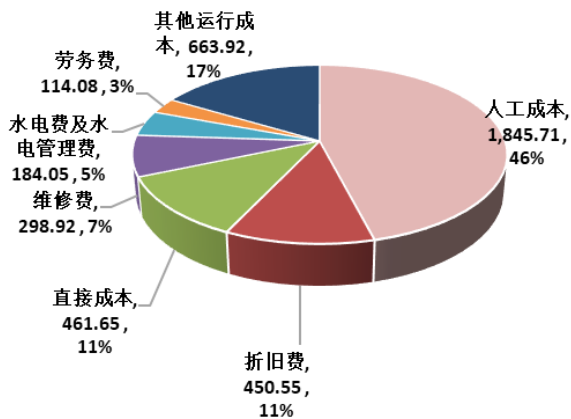
与此同时，我们也可以预见，成本大项人工成本在 T2 采取创新模式后，人员精细化管理正在发生，我们预计后续人工成本仅小幅增长。

3.4.T2 投产的成本影响将可控

18 年 4 月 26 日，T2 新航站楼投产，其转固及无形资产规模约 137.30 亿元，其中房屋/机器设备分别转入 90.58/44.06 亿元。根据 2018 年半年报，其计提折旧约 4.35 亿元，较 17H1 新增 2.22 亿元。预计 18 年下半年至 2020 年公司均无项目投资计划。

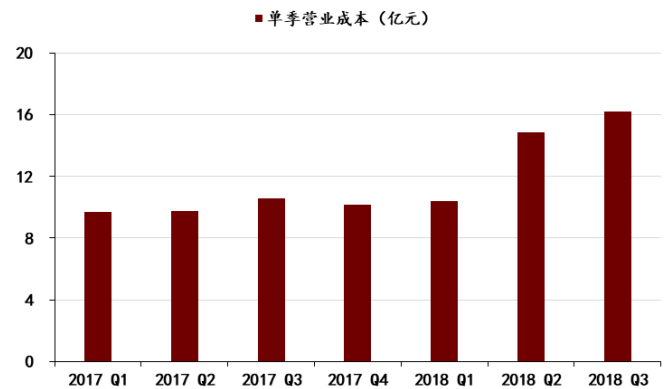
我们估算，其中因 T2 投产导致的新增折旧约为 2.1 亿元，年化规模约 6.07 亿元。2017 中报显示，公司成本增厚约 5.8 亿，剔除折旧（2.22 亿元）及二号航站楼（1.13 亿元）成本外，预计其他运营成本将合计增加约 14 亿元（年化）。

图表 17: 2017 年白云机场成本结构 (亿元, %)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 白云机场单季营业成本 (2017Q1 以来)



来源: Wind, 国联证券研究所

4. 政策变化的影响

4.1. 总量调控: 白云机场受益

近几年，由于中国航空事故征候数量增加，民航局开始了以提高航班正常性和安全性为目的的运力调整，陆续发布了《航班正常管理规定》、《2017 年航班正常考核和限制措施》、《关于把控运行总量调整航班结构，提升航班正点率的若干政策措施》。其中，针对机场行业，正点率将成为核心考核指标。

对于准点率未达标的机场，民航局将给予批评，并采取停止新增航线申请等措施。17 年 9 月以来，由于数据不达标，首都机场与浦东机场已多次遭民航局点名，并采取了限制新增航线航班申请、停止受理客运加班等措施。

图表 19: 17 年 9 月以来，民航局对相关机场数据未达标的通告情况

通告时间	机场名称	未达标情况	限制措施	限制执行时间
18.1.3	首都机场	4-8月数据不达标	停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请	12月29日-3月31日
	浦东机场	7-9月、2-5月数据不达标	停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请	12月29日-4月30日
17.12.8	首都机场	4-8月数据不达标	停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请	12月1日-3月31日
	浦东机场	7-9月、2-5月数据不达标	停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请	12月1日-4月30日
17.11.2	首都机场	4-8月数据不达标	停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请	10月31日-3月31日
	浦东机场	7-9月、2-5月数据不达标	停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请	10月31日-4月30日
	福州机场	9月数据不达标	给予警告并通报批评	
	厦门机场	9月数据不达标	给予警告并通报批评	
17.9.26	首都机场	4-8月数据不达标	停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请	9月25日-3月31日
	浦东机场	7-8月、2-5月数据不达标	给予警告并通报批评	9月25日-12月31日
	杭州机场	8月数据不达标	给予警告并通报批评	

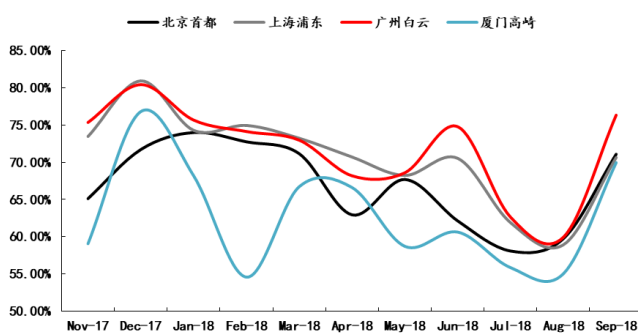
来源：公司年报，国联证券研究所

对于准点率未达标的机场，民航局将给予批评，并采取停止新增航线申请等措施。17年9月以来，由于数据不达标，首都机场与浦东机场已多次遭民航局点名，并采取了限制新增航线航班申请、停止受理客运加班等措施。

而相比之下，白云机场 T2 投产后的产能更为充裕，故在时刻限制上影响最小，新增时刻更是领跑三大一线枢纽机场。

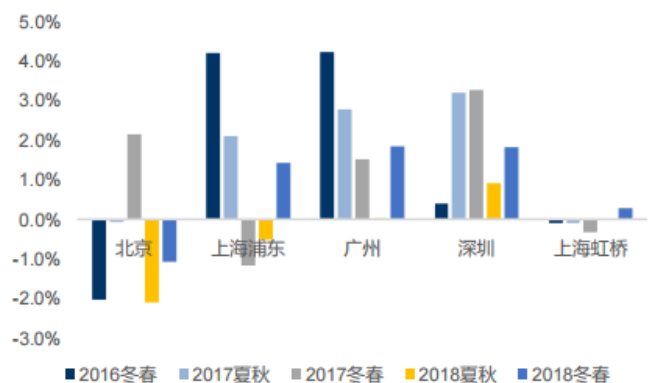
而根据民航局公布的18年冬春航季时刻表，北京首都、上海浦东时刻总量较去年同期分别下滑0.5%、0.8%。仅广州白云上升，时刻总量同比上涨1.9%。三大枢纽合计航班量同比增速仅0.1%，增速同比下降2pct，环比下降0.2pct。且根据管理层引述冬航季公司高峰小时起降架次已从69提升至70，我们认为高峰小时架次仍有提升空间，预计明年产量增速或领先北京上海两家机场。

图表 20: 核心枢纽机场准点率情况



来源：飞常准，国联证券研究所

图表 21: 核心枢纽机场 18 年冬春航季时刻增速情况



来源：民用航空预先飞行计划，国联证券研究所

4.2. 民航发展基金返还取消的影响

民航发展基金的前身是机场建设费和民航基础设施建设基金，财税(2015)135号规定基金返还截至2020年12月31日。

2018年6月，白云机场、首都机场相继公告，将被取消民航发展基金用于返还

企业收入的处理政策。民航局从 18 年 5 月 29 日起设置半年政策过度期，过渡期内，民航发展基金继续返还企业，过渡期满后（2018 年 11 月 29 日），相关机场执行与其他机场同等的民航发展基金政策。

本次取消快于预期两年，而 15-17 年基建返还贡献收入为 6.98 亿元、7.77 亿元、8.37 亿元，占公司营业收入 12.4%-12.6%，预计基金返回对于 19 年利润的影响约为 20%。

5. 盈利预测与估值

5.1. 关键假设

- 1) 白云机场客流量保持稳定增长，未来三年增长率维持在 11% 左右，其中国际旅客增长 12%、国内旅客增长 10%，永续增长率为 2.5%。
- 2) T2 投产后产生的年化折旧成本增加约为 6.1 亿元，其他运营成本增加约为 8 亿元。
- 3) 民航发展基金取消的影响将于 19 年产生，影响公司收入约为 8.8 亿元。
- 4) T2、T1 免税店、广告业务为公司带来年化收益 17.2 亿元。暂不考虑 T1 重新招标。

5.2. DCF 估值

考虑到公司绝大部分收入来源于机场业务，业务模式及收入较为稳定，我们采用 DCF 模型为公司估值：

图表 22: DCF 关键假设表

相关参数	数值	参考标准
无风险利率 Rf	3.50%	参考五年期国债收益率
市场组合报酬率 Rm	9.50%	参考五年上证综指收益率
有效税率 Tx	25%	
β 系数	0.87	参考五年上证综指相对值
债务资本成本 Kd	4.80%	参考五年期贷款基准利率
债务资本比重 Wd	18.5%	公司最近三年的平均水平
股权资本成本 Ke	8.73%	
WACC	7.78%	

来源：国联证券研究所

图表 23: WACC 敏感性表

WACC (%)	7.05%	7.22%	7.41%	7.59%	7.78%	7.97%	8.17%	8.38%	8.59%
股价预测 (元/股)	15.27	14.53	13.83	13.17	12.55	11.96	11.40	10.87	10.37

来源：国联证券研究所

根据上述假设，我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.47 元、0.58 元，对应 PE 分别为 20.23、22.70、18.24 倍；而根据 DCF 估值法所求得的公司目标价为 12.55 元。考虑到公司正处于产能爬坡期，业务模式稳定、现金流充沛、未来三年无重大资本开支，我们对公司给予“谨慎推荐”评级。

6. 风险提示

6.1. 其他运输方式竞争的风险

随着我国铁路、高速公路和航道网络的不断完善和服务效率提升，特别是高速铁路网络的建设，在中短程运输市场领域对航空运输业产生竞争压力。预计 1,000 公里以内的中短途运输市场竞争将对航空运输市场形成分流。近年来国家加大对铁路和公路网络的投资建设，将进一步加剧航空运输与公路、铁路运输之间的业务竞争。

6.2. 区域内市场竞争风险

珠三角地区内机场密集程度居全国之首，拥有白云机场、香港国际机场、深圳宝安国际机场、珠海金湾国际机场和澳门国际机场等机场，同时，佛山沙堤机场、惠州机场也正式恢复民航，该地区 200 公里范围内有多家机场将对白云机场构成竞争。

图表 24：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	767.51	2,622.99	476.69	470.73	1,555.40	营业收入	6,166.6	6,761.5	7,944.8	7,845.5	8,247.2
应收账款+票据	917.44	1,019.51	1,256.40	991.06	1,371.47	营业成本	3,724.0	4,018.8	5,783.1	5,954.3	6,154.3
预付账款	21.98	10.88	36.40	12.28	38.04	营业税金及附加	66.25	88.50	84.63	83.57	87.85
存货	71.75	79.15	138.00	85.58	145.51	营业费用	101.00	88.35	53.00	46.00	35.00
其他	80.65	166.07	166.07	166.07	166.07	管理费用	392.99	423.11	477.34	356.45	343.46
流动资产合计	1,859.33	3,898.59	2,073.56	1,725.71	3,276.49	财务费用	-6.44	38.67	88.52	106.09	24.65
长期股权投资	117.16	199.36	199.36	199.36	199.36	资产减值损失	19.26	18.78	0.00	0.00	0.00
固定资产	7,015.96	8,603.49	16,487.6	20,766.8	20,408.2	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	7,948.04	9,093.83	5,377.90	0.00	0.00	投资净收益	26.30	35.32	0.00	0.00	0.00
无形资产	22.31	27.94	26.79	25.63	24.47	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	197.67	205.18	193.81	182.43	182.43	营业利润	1,895.8	2,120.5	1,458.2	1,299.0	1,601.8
非流动资产合计	15,301.1	18,129.8	22,285.4	21,174.3	20,814.5	营业外净收益	8.82	11.14	4.34	4.34	4.34
资产总计	17,160.4	22,028.4	24,359.0	22,900.0	24,091.0	利润总额	1,904.7	2,131.7	1,462.5	1,303.4	1,606.2
短期借款	0.00	1,400.00	2,477.91	177.73	0.00	所得税	512.77	546.79	365.64	325.86	401.56
应付账款+票据	207.03	271.42	417.07	291.80	440.88	净利润	1,391.9	1,584.9	1,096.9	977.57	1,204.6
其他	1,978.59	3,354.07	3,364.22	3,353.11	3,368.09	少数股东损益	-1.91	5.46	12.47	11.11	13.70
流动负债合计	2,185.62	5,025.49	6,259.20	3,822.64	3,808.97	归属于母公司	1,393.8	1,579.4	1,084.4	966.45	1,190.9
长期带息负债	3,157.99	950.00	950.00	950.00	950.00						
长期应付款	674.43	677.41	677.41	677.41	677.41						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	3,832.42	1,627.41	1,627.41	1,627.41	1,627.41						
负债合计	6,018.04	6,652.90	7,886.61	5,450.05	5,436.38						
少数股东权益	107.72	93.59	106.06	117.18	130.87						
股本	1,150.06	2,069.32	2,069.32	2,069.32	2,069.32						
资本公积	3,396.82	6,676.76	6,676.76	6,676.76	6,676.76						
留存收益	6,219.87	6,260.12	7,344.55	8,311.00	9,501.97						
股东权益合计	11,142.4	15,375.5	16,196.6	17,174.2	18,378.9						
负债和股东权益总	17,160.4	22,028.4	24,359.0	22,900.0	24,091.0						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,363.15	1,555.12	1,093.65	974.31	1,201.41
折旧摊销	589.29	613.47	1,222.25	1,511.15	1,559.77
财务费用	13.86	49.92	71.23	89.02	6.70
存货减少	5.61	-5.01	-58.85	52.42	-59.93
营运资金变动	-19.37	-150.39	-106.62	153.09	-242.11
其它	13.02	104.66	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	1,965.56	2,167.78	2,221.66	2,779.99	2,465.84
资本支出	5,294.37	4,036.63	5,377.90	400.00	1,200.00
长期投资	0.00	47.68	0.00	0.00	0.00
其他	-50.20	26.46	3.26	3.26	3.26
投资活动现金流	-	-	-	-396.74	-
债权融资	3,454.57	4,370.00	1,077.91	-	-177.73
股权融资	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00
其他	-414.36	-617.14	-71.23	-89.02	-6.70
筹资活动现金流	3,040.21	3,753.36	1,006.68	-	-184.43
现金净增加额	-344.41	1,863.33	-	-5.96	1,084.67

主要财务比					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	9.73%	9.65%	17.50%	-1.25%	5.12%
EBIT	11.03%	14.13%	-28.85%	-9.21%	15.83%
EBITDA	9.44%	11.75%	-0.47%	5.35%	9.27%
归属于母公司	15.21%	13.32%	-31.34%	-10.88%	23.23%
获利能力					
毛利率	39.61%	40.56%	27.21%	24.11%	25.38%
净利率	22.57%	23.44%	13.81%	12.46%	14.61%
ROE	12.95%	10.53%	6.74%	5.67%	6.53%
ROIC	15.35%	11.90%	7.62%	5.35%	6.66%
偿债能力					
资产负债率	35.07%	30.20%	32.38%	23.80%	22.57%
流动比率	0.85	0.78	0.33	0.45	0.86
速动比率	0.78	0.73	0.28	0.39	0.78
营运能力					
应收账款周转	7.98	7.67	7.48	9.15	7.11
存货周转率	51.90	50.78	41.91	69.58	42.29
总资产周转率	0.36	0.31	0.33	0.34	0.34
每股指标(元)					
每股收益	0.67	0.76	0.52	0.47	0.58
每股经营现金	0.95	1.05	1.07	1.34	1.19
每股净资产	5.20	7.25	7.78	8.24	8.82
估值比率					
市盈率	15.48	13.66	19.90	22.33	18.12
市净率	2.00	1.44	1.34	1.27	1.18
EV/EBITDA	5.93	7.81	9.05	7.80	6.75
EV/EBIT	7.78	10.04	16.26	16.27	13.29

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82556064