

# 上海机场 (600009.SH) 机场行业

评级: 买入 维持评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 27.98 元

目标价格 (人民币): 36.26 元

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)	1,093.48
总市值(百万元)	53,916.30
年内股价最高最低(元)	39.76/23.42
沪深 300 指数	3018.28
上证指数	2810.31



## 业务提升支撑稳定增长，迪斯尼提振锦上添花

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.087	1.314	1.470	1.700	1.885
每股净资产(元)	9.58	10.54	11.58	12.89	14.36
每股经营性现金流(元)	1.55	1.66	1.41	1.76	1.89
市盈率(倍)	18.04	22.47	19.04	16.46	14.85
行业优化市盈率(倍)	20.03	28.81	25.85	25.85	25.85
净利润增长率(%)	11.89%	20.80%	11.88%	15.69%	10.84%
净资产收益率(%)	11.35%	12.46%	12.49%	12.99%	12.92%
总股本(百万股)	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **出境游带动国际航班需求强劲增长:** 2015 年, 国际旅客吞吐量、国际飞机起降架次同比增长 18.1%、12.3%, 国内航线旅客吞吐量同比增长 18.6%。国内航班飞机起降费用有政策优惠, 上海机场国际航班起降比例高, 有更高利润率。地处我国出境旅客量最大城市, 前三季度长三角地区出境游同比增长 47.4%, 国际旅客吞吐量占比 39.5%, 国际航班需求强劲。
- **确定性增长, 产能富余支撑业务高增长, 非航业务有提升空间:** 目前公司旅客吞吐量、飞机起降架次的产能利用率为 86%、72%, 产能未饱和, 相比国内其他枢纽机场仍有较大利用空间。第四跑道投入运行后, 高峰小时起降容量标准从 74 架次提升至 90 架次, 提升幅度超过 20%。T1 航站楼改造完成后, 旅客吞吐量从原有设计 2000 万人次年旅客提升至 3680 万人次, 同时商业面积增长 40%, 非航收入有望加速增长。
- **低估值高现金流, 攻守平衡, 弱市中相对收益非常明显:** 公司股价在弱市中相对收益非常明显, 同时在上证综指涨幅较大的年份中, 例如 2006-2007 年, 2009 年和 2014 年, 涨幅也很可观, 可谓攻守平衡。公司未来 3 年业绩复合增速至少 15%, 对应 2016 年 PE 约 19 倍, ROE 为 12.5%, 年净现金流量近 35 亿元, 适合价值配置。
- **迪斯尼锦上添花, 长期利好公司发展:** 上海迪斯尼的开通时间为 2016 年 6 月份, 初始阶段为提升旅客体验, 会严格控制人数, 预计初始游客为 800 万人/年。迪斯尼三期工程建完后, 预计达到 5000 万人/年, 将给浦东机场带来年度稳定的 1000 万以上客流量增长, 提振客货运需求。

### 投资建议

- 公司产能释放, 业绩持续稳定增长, 迪斯尼锦上添花, 出境游持续火爆。攻守平衡, 弱市中相对收益非常明显, 建议增持。

### 估值

- 公司 2016/2017/2018 年 EPS 预测 1.47/1.70/1.89 元, 当前股价对应 PE 为 19/16/15 倍。考虑到公司业绩稳定, 迪斯尼对公司客流带来长期提振, 给予公司“买入”评级, 目标价 36.26 元。

### 风险

- 外部经济不确定性 (如宏观经济下行) 导致旅客需求不达预期; 机场飞行区运行管理难度有所增加; 浦东航油投资收益下降等。

### 相关报告

1. 《业绩持续增长, 迪斯尼锦上添花-上海机场公司研究》, 2016.1.4
2. 《收入毛利率双提升, 迪士尼带来新增量-上海机场业绩点评》, 2015.8.28

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

戴亚雄 联系人  
(8621)61038274  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司概况：我国首座双国际机场，全球化航空运营枢纽 .....	3
股权结构 .....	3
攻守平衡，弱市中公司股价相对收益明显，适合价值配置 .....	3
国内航空需求复苏，出境游增长进入快车道 .....	4
人均可支配收入增长，出境游态势良好 .....	4
长三角出境游复苏，2016 年预计同比增长 46.5% .....	4
公司营收稳定增长，净利润大幅提升 .....	5
航空业务稳定增长，旅客吞吐量突破五千万 .....	5
净利润大幅提升，航油投资收益助推业绩 .....	7
迪士尼利好概念锦上添花有望 .....	8
上海迪士尼 2016 年 6 月开园，上海机场受益 .....	8
预计新增机场旅客吞吐量 400 万人次 .....	8
估值：维持“买入”评级，目标价格 36.26 元 .....	9
投资风险与机遇 .....	9

## 图表目录

图表 1：公司股权结构示意图 .....	3
图表 2：上海机场股价在弱势中表现优异（年涨跌幅单位：%） .....	3
图表 3：近 20 年城镇人均可支配收入及预测 .....	4
图表 4：近年出境游人数及人均可支配收入及预测 .....	4
图表 5：民航旅客运输量（亿人次）及预测 .....	4
图表 6：民航旅客吞吐量（亿人次）及预测 .....	4
图表 7：上海近五年出境旅客（万人次）及预测 .....	5
图表 8：上海 Q1-Q3 同比出境旅客（万人次）及预测 .....	5
图表 9：长三角 Q1-Q3 同比出境游（万人次）及预测 .....	5
图表 10：长三角近五年游客及飞机起降架次占比 .....	5
图表 11：上海机场业务收入变化趋势（亿元）及预测 .....	6
图表 12：2015 年上海机场业务成本构成 .....	6
图表 13：近五年旅客吞吐量（万人次）及预测 .....	6
图表 14：近五年货邮吞吐量（万吨）及预测 .....	6
图表 15：浦东航油投资收益（亿元）及对公司净利润贡献 .....	7
图表 16：上海机场营业成本（亿元）变化趋势及构成比例 .....	7
图表 17：参照系—世博会对上三角游客数量拉动 .....	8
图表 18：参照系—香港迪斯尼对旅游拉动（百万港元） .....	8
图表 19：上海迪士尼新增旅客吞吐量估算 .....	8

## 公司概况：我国首座双国际机场，全球化航空运营枢纽

### 股权结构

- 公司成立于 1997 年 5 月，1998 年 2 月 18 日于上交所上市，上海机场（集团）有限公司为第一大股东，持股比例为 53.25%，实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。

图表 1：公司股权结构示意图



来源：国金证券研究所，公司公告

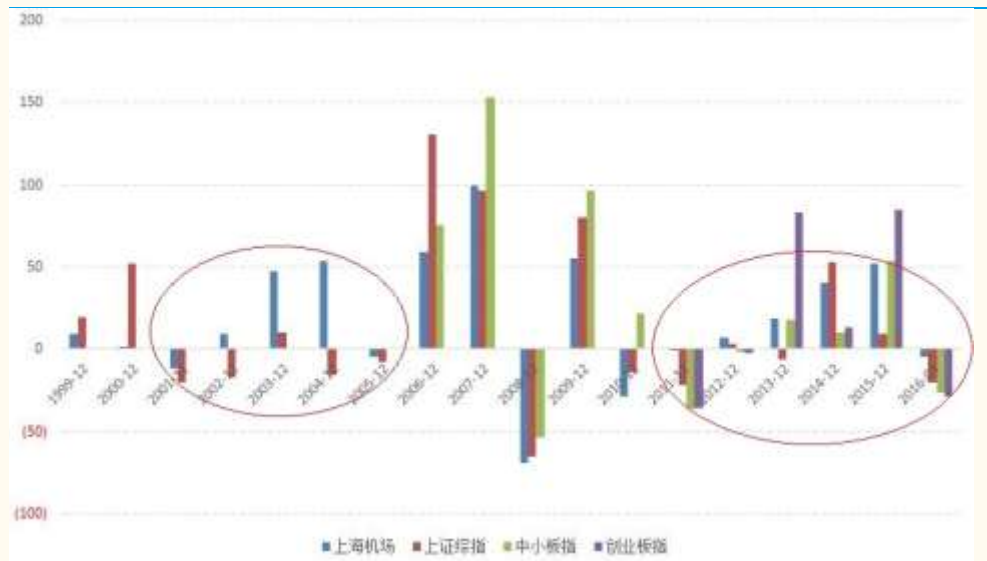
- 公司统一经营管理浦东和虹桥两大国际机场，其中浦东机场作为亚太地区的枢纽门户机场，在客货复合枢纽上占据了龙头地位。公司作为大型上市国际机场，其主营业务氛围航空服务和非航服务。其中航空类服务包括国内和国际航空服务，非航空类服务包括租赁、能源转供、广告业务等服务。

### 攻守平衡，弱市中公司股价相对收益明显，适合价值配置

- 公司适合长期价值配置。统计公司上市以来的年涨跌幅，可以发现，在弱势中相对收益比较明显。同时在上证综指涨幅较大的年份中，例如 2006-2007 年，2009 年和 2014 年，公司股价涨幅也不小，可谓攻守平衡。

在 2001-2005 年中，公司股价明显跑赢上证指数。2013 年和 2015 年，公司股价跑输创业板指，但跑赢上证综指。2014 年，公司股价跑输上证综指，但明显跑赢创业板指。

图表 2：上海机场股价在弱势中表现优异（年涨跌幅单位：%）



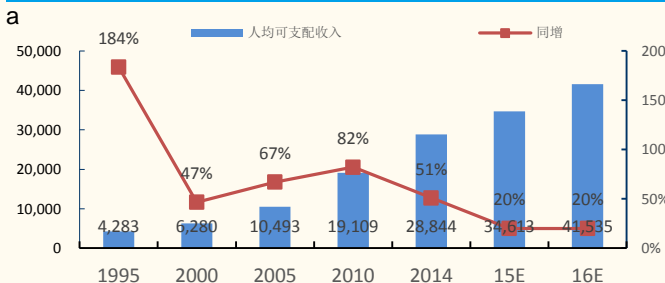
来源：国金证券研究所

## 国内航空需求复苏，出境游增长进入快车道

### 人均可支配收入增长，出境游态势良好

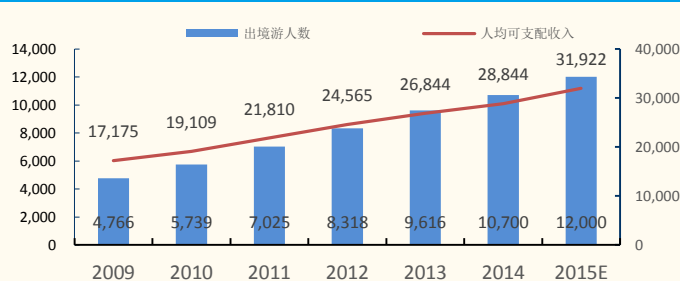
- 我国 2015 年人均可支配收入预计同比名义增长 9.2%。2016 年城镇居民人均可支配收入的增加，会带动出境游态势的增长。

图表 3：近 20 年城镇人均可支配收入及预测



来源：国金证券研究所，公司公告

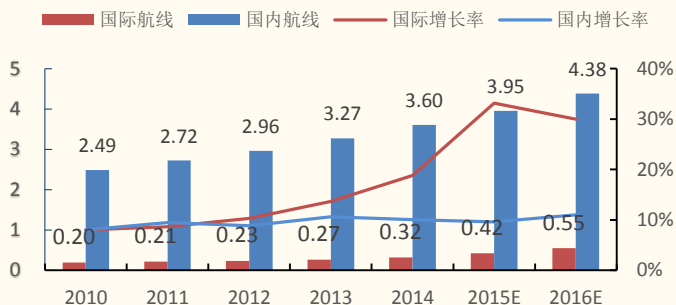
图表 4：近年出境游人数及人均可支配收入及预测



来源：国金证券研究所，公司公告

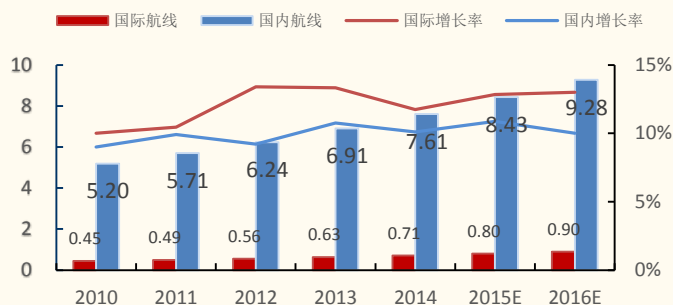
- 尽管中国内地自身的经济增长率减缓，中国旅游业在近几年中仍持续在全球扩展，一方面由于中国有大量年轻人口，支撑出境游发展，另一方面政府带薪休假政策和全国性假期改革也是利好。我们预期中国的旅游业（尤其是出境游）会继续成为全球性的推动力，而上海机场作为我国出境游的枢纽，预计其旅客吞吐量和主营业务收入均稳定增长。
- 我国旅客输送的主要市场是国内市场，但近年来航空货运的国际航线的占比明显上升，上海机场更是有约四成占比的国际航空客运业务。由于国内航空货运运输成本高，可由低成本的公路运输替代，而国际运输航空货运速度优势明显。国际航空业务高占比是 2016 预期业绩稳定的重要因素。

图表 5：民航旅客运输量（亿人次）及预测



来源：国家统计局行业数据库，国金证券研究所

图表 6：民航旅客吞吐量（亿人次）及预测



来源：国家统计局行业数据库，国金证券研究所

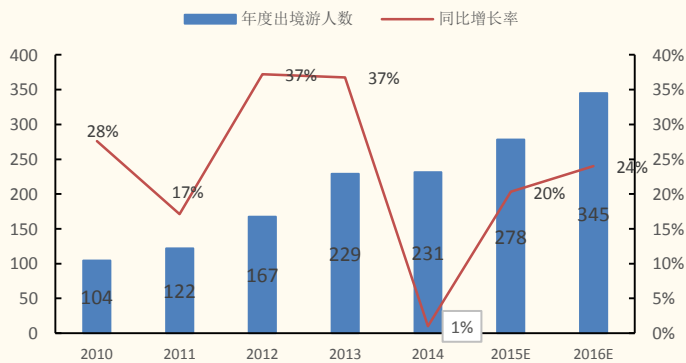
- 近年来我国机场主要生产指标保持平稳增长，根据已披露民航数据预测，2015 年旅客吞吐量达到 9.23 亿人次，预计同增 12%。其中国内航线 8.43 亿人次，预计同增 11%；国际航线 0.8 亿人次，预计 0 亿人次，同增 11.7%。预计飞机起降 875 万架次，预计同增 11%，其中国内航线 810 万架次，预计同比增长 11%，国际航线 58.3 万架次，预计同比增长 111%。

### 长三角出境游复苏，2016 年预计同比增长 46.5%

- 长三角机场群位于我国东部沿海地区的沿江产业密集带，是我国经济最发达、最具活力和竞争力的区域之一，其直接腹地为上海、江苏、浙江。公司的浦东机场和虹桥机场位于长三角最发达、国际业务最繁荣的上海，其地域性优势不容忽视。

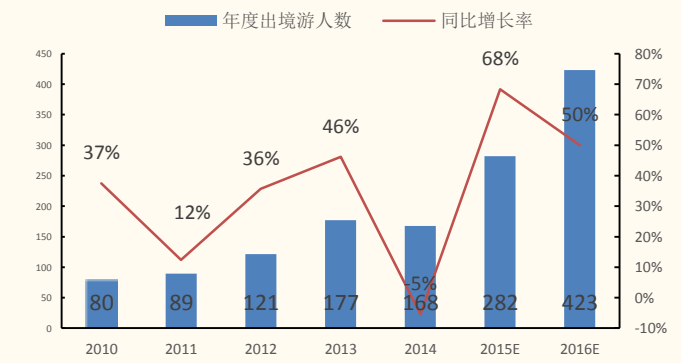


图表 7：上海近五年出境旅客（万人次）及预测



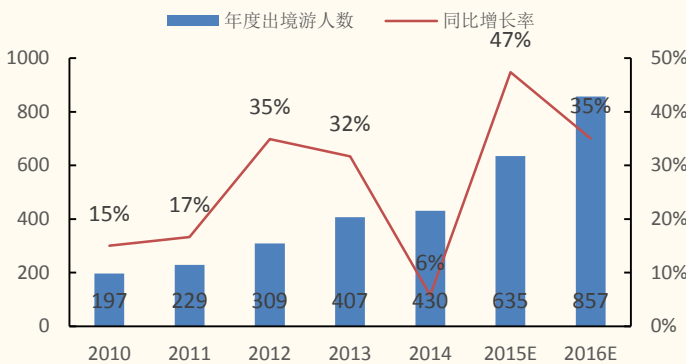
来源：国金证券研究所，上海市旅游局统计数据

图表 8：上海 Q1-Q3 同比出境旅客（万人次）及预测



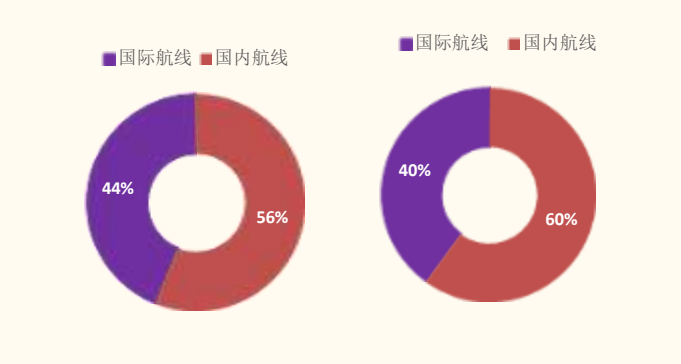
来源：国金证券研究所，上海市旅游局统计数据

图表 9：长三角 Q1-Q3 同比出境游（万人次）及预测



来源：国金证券研究所，上海市、江苏省、浙江省旅游局信息披露

图表 10：长三角近五年游客及飞机起降架次占比



来源：国金证券研究所，上海市、江苏省、浙江省旅游局信息披露

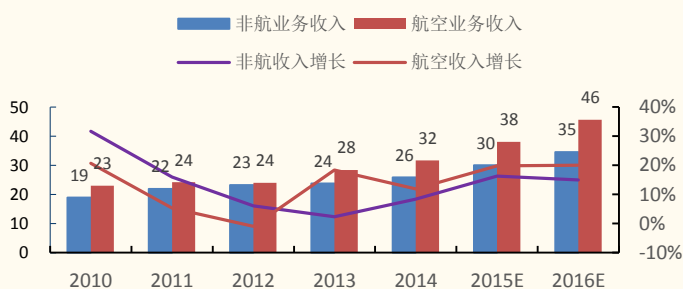
- 近五年出境旅游人数呈增长态势。从最新披露的数据来看，2015 年前三季度长江三角区出境旅游人数同比增长 47.4%，上海地区出境旅游人数同比增长 68.35%，可见公司国际航空服务方面需求强势。
- 此外，近年来，美国、日本等国纷纷推出新规定，如延长签证有效期限、简化签证手续等，为出境游提供便利，2016 有望进一步刺激出境旅游人数。
- 在中国人均可支配收入持续快速增长，国民出境游热情高涨、签证政策不断推陈出新的背景下，结合公司主营业务的高度国际化，我们预计，出境游的快速增长有望推动公司国际航线旅客量的持续增长，同比增速预计达到 15%-20%，在国内业务稳定增长的前提下，国际业务的快速发展会将公司业绩提升至更高平台。

### 公司营收稳定增长，净利润大幅提升

#### 航空业务稳定增长，旅客吞吐量突破五千万

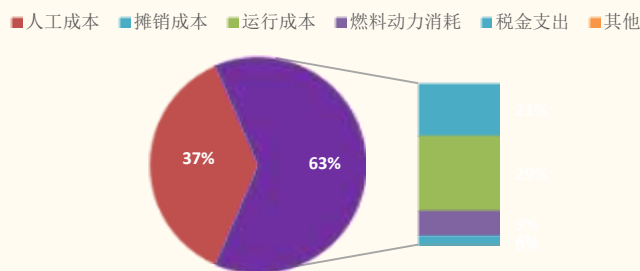
- **公司收入增长：**在旅游业热情高涨的 2015 年，各项业务收入继续高增长，2015 年报数据显示，营业收入同增 9.3%，总营业成本同增仅为 5.06%。2017 年预计浦东机场 T1 航站楼改造完成后，非航业务（包括商业、餐饮、离境免税）收入有望实现进一步飞跃。

图表 11: 上海机场业务收入变化趋势 (亿元) 及预测



来源: 国金证券研究所

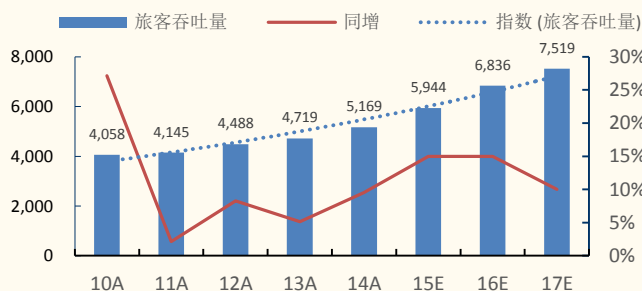
图表 12: 2015 年上海机场业务成本构成



来源: 国金证券研究所

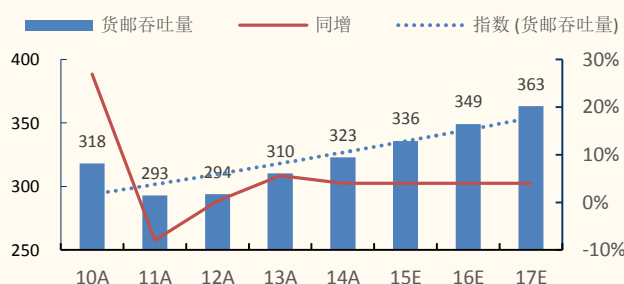
- 公司经营良好: 2015 年浦东机场总体运行平稳, 生产业务量稳步增长, 浦东机场通航 15 年来, 年旅客吞吐量首次突破 5,000 万人次, 是上海民航发展史上又一个重要里程碑。董事会报告中指出, 浦东机场 ACI 全球机场满意度测评分值为 4.98 分, 在全球 253 家机场中排名第 5 位, 在客流量 4,000 万以上机场组中排名第 2 位。
- 2015 年上海机场生产指标稳步增长。2015 年共保障飞机起降 44.92 万架次, 同比增长 11.70%; 旅客吞吐量 6,009.81 万人次, 同比增长 16.27%; 货邮吞吐量 327.52 万吨, 同比增长 2.94%。

图表 13: 近五年旅客吞吐量 (万人次) 及预测



来源: 国金证券研究所

图表 14: 近五年货邮吞吐量 (万吨) 及预测

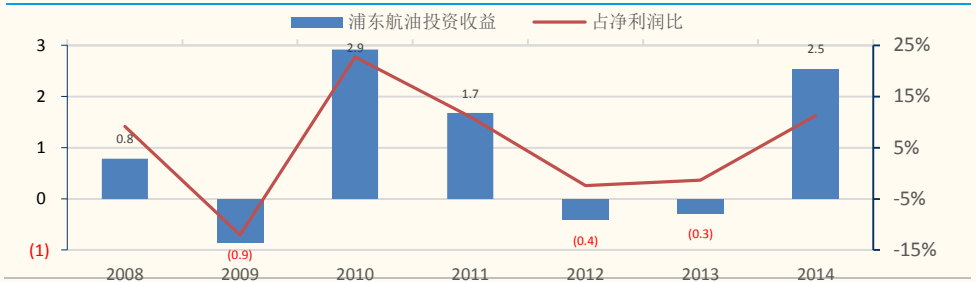


来源: 国金证券研究所

- 此外, 浦东机场 T1 改造工程主体完工。主流程改造全部完工并投入使用。T1 航站楼运营安全、服务平稳有序。配合做好浦东机场三期工程设计方案的编制及施工协调工作, 并开展相关运营模式的前期研究。由于航线结构呈现“国内航线增速快于国际航线增速”、“国际航线中国内航空占比上升”等特征及浦东机场 T1 改造尚未完成、场地资源有限、旅客需求及购买力未能得到充分释放等因素, 相关收入增幅低于业务量增幅。
- 由于浦东机场 T1 航站及其所在的东片区预计将于 2017 年底完工。这次改造主要是提升质量, 将进一步提升 T1 航站楼航空运输服务功能和服务水平, 彻底改善区域商务环境。
- 商业面积增加: 新增商业面积 5000-6000 平方米 (+16-20%), 免税面积约增加 2000 平方米 (+40%), 预计 2015 年商业租赁收入同比增加 12.4%, 推动非航收入同比增加 11%。浦东 T1 的候机面积将从现在的 8 万平方米增加到 13 万平方米, 大大改善候机环境。根据工程规划, 改造后的浦东 T1 年旅客吞吐能力依然为目前 1000 万人次的水平, 但旅客的候机体验将显著改善。除了候机区域面积增加外, 浦东 T1 将大大完善各类服务设施。
- 浦东航油投资收益: 2014 年度上海浦东国际机场航空油料有限责任公司的投资收益对公司净利润的影响接近 11.24%, 该公司注册资本为 3.5 亿元, 经营范围是建设与经营浦东国际机场供油设施及相关项目, 航空油料的购销与储运, 提供相关产品的技术服务 (涉及许可经营的凭许可证经营)。从

历史收益来看，浦东航油的盈利能力仍处于正常水平，符合预期。但长期来看，航油业务的超额收益存在一定的政策风险。

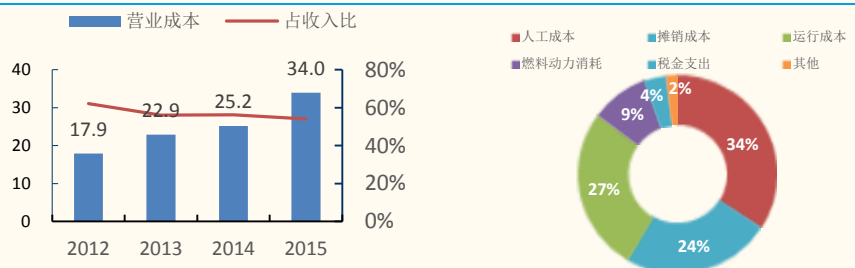
图表 15：浦东航油投资收益（亿元）及对公司净利润贡献



来源：公司年报，国金证券研究所

- 2014 年浦东航油收益对公司净利润贡献率较大，但我们应该对航空油料的超额收益风险进行预估。国际航油价格的大幅快速波动将影响国际航油业务的盈利能力；国内航空油料业务风险：如果国际航油价格上涨，但国内航油出厂价却迟迟未见上调。出厂价的延期调整将导致国内业务亏损并影响炼制积极性，从而影响浦东航油公司的国内业务盈利能力。
- 营业成本：从上海机场构成来看，主要来自四大部分：人工、折旧摊销、运行成本（安保、修理维护等）以及燃料动力消耗（水电）。人工成本达到总成本的 1/3，是占比最高的成本组成，主要原因是公司保留了大量的辅助业务导致人员成本较高。公司的劳务外包在逐渐增多，未来人工成本有降低空间。与公司主营业务高增长相比，营业成本稳定，总体业绩表现良好。

图表 16：上海机场营业成本（亿元）变化趋势及构成比例



来源：公司年报，国金证券研究所

- 上海机场目前产能充裕，收入增速快于成本，正处于第一阶段。但与此同时，公司已经开始扩建航站楼，这将带来产能的进一步释放，业务量持续快速增长，净利润在未来 5-7 年内呈现增长态势，盈利水平日益升高。餐饮商业租赁（占总营业收入比约 30%）等收入有望得到大幅提高，非航业务将迎来快速发展。

### 净利润大幅提升，航油投资收益助推业绩

- 我国大型空港数量不多，但却集中了全国大部分旅客与货物吞吐量。作为上市大型国际机场，上海机场与其他中小型机场的区别主要在国际航班业务和非航空类业务。公司的业务盈利主要由收入端（单机收入与起降架次）和成本端（可变成本与固定成本）共同决定。
- 2015 年公司实现营收 62.86 亿元，同比增长 9.3%；净利润 26.84 亿元，航空客运需求同比稳健增长，全年业绩增幅有望保持 20% 以上。
- 盈利水平：2015 年实现净利润 26.84 亿元，对应每股 EPS 为 1.31 元，符合预期。公司 ROE 也展现持续提升态势。预计 2016 年航空客运需求同比仍将保持稳健增长。
- 近年来公司年虽然投资收益较高，但主营利润增长缓慢，成本端（人工成本和运行成本）负担较重。2015 年主营利润增长态势回暖，且 2014 年度

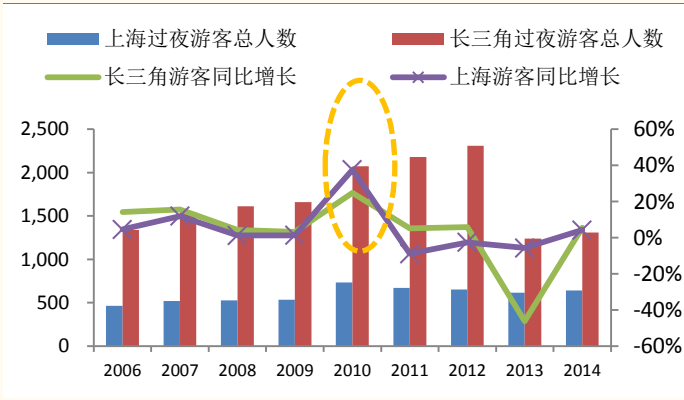
低基数，2015 年公司业绩仍受投资收益推动，但预计主营业务方面的发展是贡献业绩增长的主力军，这将意味着公司业绩的稳定性和可预期性增强。

### 迪士尼利好概念锦上添花有望

#### 上海迪士尼 2016 年 6 月开园，上海机场受益

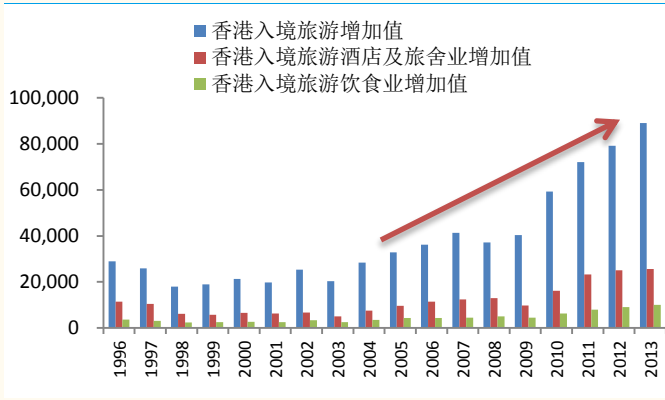
- 上海迪斯尼处于上海国际旅游度假区核心区域，投资规模约 340 亿元，总规划范围面积为 7 平方公里，其中，一期建设的迪斯尼乐园及配套区面积约为加州和东京迪斯尼的 2 倍、香港迪斯尼的 3 倍。一旦建成，上海迪斯尼将成为中国第二、亚洲第三、世界第六个迪斯尼主题公园。参照上海世博会/东京迪斯尼/香港迪斯尼经验，长三角地区交通运输业有望显著受益。

图表 17：参照系—世博会对上三角游客数量拉动



来源：国金证券研究所

图表 18：参照系—香港迪斯尼对旅游拉动 (百万港元)



来源：国金证券研究所

#### 预计新增机场旅客吞吐量 400 万人次

- **货运**：浦东机场距离迪斯尼乐园仅 12 公里，未来不仅可以成为外地或国际旅客的首选抵达点，而且很可能成为迪斯尼物资的首选运输枢纽。此外，航空公司上海增加运力投放也将提升起降费收入。此外，航空货运的国际航线的占比相比客运明显上升。这是因为国内货运用航空运输成本过高，大部分情况公路铁路运输可以替代。而国际航线运输时，海运速度太慢，空运在国际货运上具有持续竞争优势。
- **客运**：根据香港迪斯尼游客对应数据，分情况预计 2016 年上海迪斯尼游客量情况。根据估算结果，上海迪斯尼游客接待量在 1,860-2,400 万人次之间。保守估计，因迪斯尼开园而新增机场旅客吞吐量约 400 万人次，客运贡献旅客服务费收入约 1.5 亿元。

图表 19：上海迪斯尼新增旅客吞吐量估算

指标假设与预测	悲观	中性	乐观
上海人口年增长率	0.2%	-	0.4%
外省来沪游客年增长率	1.0%	-	2.0%
来沪迪斯尼游客占比	3%	5%	6%
来沪非商旅游客占比	65%	65%	65%
来沪商旅游客占比	32%	31%	29%
国际旅游入境年增长率	0.5%	-	1%
本地游客市场渗透率	15%	15%	15%
非商旅游客市场渗透率	10%	10%	10%
商旅游客市场渗透率	3%	3%	3%
迪斯尼游客市场渗透率	100%	100%	100%
本地游客入园次数	1.05	1.10	1.15
非商旅游客入园次数	1.00	1.01	1.02



指标假设与预测	悲观	中性	乐观
商旅游客入院次数	1.00	1.00	1.00
迪士尼游客入院次数	1.00	1.00	1.00
2016 年上海人口	2435.39	2440.25	2445.12
2016 外省来沪游客	13303.03	13434.75	13567.76
2016 国际旅游入境人数	799.23	803.21	807.21
2016 年上海迪士尼游客量	1858.67	2108.35	2362.40
2016 年新增旅客吞吐量	346.13	399.93	462.37

资料来源：国家统计局、香港迪士尼数据资料，国金证券研究所

### 估值：维持“买入”评级，目标价格 36.26 元

- 上海机场是我国少数几个大型国际机场之一，是交通运输行业龙头企业，享有国企改革红利，自建成以来始终致力于构建世界性的枢纽，构筑人性化的服务体系，业绩领跑交通运输领域。我们认为：(1) 随着 2016 年春迪士尼开园，2017 年改建后的航站楼投入使用，未来三年公司旅客吞吐量、飞机起降架次等会高速增长，带动公司传统主营业务持续高增长；(2) 公司 T1 航站楼扩容后，新增商业面积有望推动非航收入稳定较高增长；(3) 公司目前产能未得到完全释放，高峰小时容量标准有望大幅提升，这将延长公司业务数据高速增长期限，有望在未来五年内为公司业绩提供更大的增长空间。
- 基于以上假设，经自由现金流折现模型测算得出，公司 2016-2018 年净利润分别为 29.94 亿元、34.34 亿元、37.90 亿元，每股盈利分别为 1.47 元、1.70 元、1.89 元。目标价格为 36.26 元，给出“买入”评级。

### 投资风险与机遇

- **风险：**(1) 外部经济存在不确定性，航空需求不及预期；(2) 高峰时刻放量需要机场提供更高的运行保障，机场飞行区运行管理难度增加；(3) 油价下跌导致投资收益缩水。

**机遇：**(1) 2016 年宏观经济可能持续转暖，长三角区商务旅客吞吐量有望提升，非航空业务收入增速有望提高；(2) 迪士尼开通是近期催化剂。

**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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,215</b>	<b>5,751</b>	<b>6,285</b>	<b>7,228</b>	<b>8,385</b>	<b>9,726</b>	货币资金	6,676	8,960	10,414	13,911	17,340	21,095
增长率		10.3%	9.3%	15.0%	16.0%	16.0%	应收款项	793	874	901	1,756	2,082	2,496
主营业务成本	-2,923	-3,234	-3,398	-3,890	-4,505	-5,221	存货	18	19	20	32	43	47
%销售收入	56.1%	56.2%	54.1%	53.8%	53.7%	53.7%	其他流动资产	121	127	300	78	90	104
毛利	2,292	2,517	2,888	3,338	3,880	4,505	流动资产	7,608	9,981	11,634	15,776	19,556	23,743
%销售收入	43.9%	43.8%	45.9%	46.2%	46.3%	46.3%	%总资产	36.4%	43.4%	45.4%	54.1%	60.6%	66.3%
营业税金及附加	-116	-124	-133	-159	-184	-214	长期投资	1,796	1,833	2,342	2,342	2,342	2,342
%销售收入	2.2%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	固定资产	11,084	10,662	11,310	10,722	10,052	9,376
营业费用	-16	-15	-12	-14	-17	-19	%总资产	53.0%	46.3%	44.1%	36.7%	31.1%	26.2%
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	353	345	343	339	342	345
管理费用	-190	-252	-211	-289	-335	-389	非流动资产	13,310	13,034	14,006	13,403	12,736	12,063
%销售收入	3.6%	4.4%	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	63.6%	56.6%	54.6%	45.9%	39.4%	33.7%
息税前利润 (EBIT)	1,969	2,126	2,531	2,875	3,343	3,882	<b>资产总计</b>	<b>20,918</b>	<b>23,015</b>	<b>25,639</b>	<b>29,179</b>	<b>32,292</b>	<b>35,806</b>
%销售收入	37.8%	37.0%	40.3%	39.8%	39.9%	39.9%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	6	88	185	182	234	115	应付款项	580	797	1,337	2,499	2,845	3,241
%销售收入	-0.1%	-1.5%	-2.9%	-2.5%	-2.8%	-1.2%	其他流动负债	594	895	1,102	973	1,027	1,097
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0	流动负债	1,174	1,691	2,439	3,472	3,872	4,338
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	536	592	608	681	765	857	其他长期负债	2,497	2,498	2,503	2,497	2,497	2,497
%税前利润	21.3%	21.1%	18.0%	18.2%	17.6%	17.6%	<b>负债</b>	<b>3,671</b>	<b>4,190</b>	<b>4,942</b>	<b>5,971</b>	<b>6,373</b>	<b>6,841</b>
营业利润	2,511	2,806	3,325	3,739	4,342	4,855	<b>普通股股东权益</b>	<b>16,945</b>	<b>18,463</b>	<b>20,320</b>	<b>22,668</b>	<b>25,220</b>	<b>28,108</b>
营业利润率	48.1%	48.8%	52.9%	51.7%	51.8%	49.9%	少数股东权益	302	363	378	540	698	857
营业外收支	4	0	56	4	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>20,918</b>	<b>23,015</b>	<b>25,639</b>	<b>29,179</b>	<b>32,292</b>	<b>35,806</b>
税前利润	2,515	2,806	3,380	3,743	4,347	4,860	<b>比率分析</b>						
利润率	48.2%	48.8%	53.8%	51.8%	51.8%	50.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-492	-556	-696	-749	-913	-1,069	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.6%	19.8%	20.6%	20.0%	21.0%	22.0%	每股收益	0.972	1.087	1.314	1.470	1.700	1.885
净利润	2,023	2,250	2,684	2,994	3,434	3,790	每股净资产	8.794	9.581	10.545	11.583	12.887	14.363
少数股东损益	150	155	153	162	158	159	每股经营现金净流	1.478	1.547	1.664	1.408	1.759	1.888
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,873</b>	<b>2,096</b>	<b>2,531</b>	<b>2,832</b>	<b>3,276</b>	<b>3,631</b>	每股股利	0.370	0.300	0.350	0.360	0.370	0.380
净利率	35.9%	36.4%	40.3%	39.2%	39.1%	37.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	11.05%	11.35%	12.46%	12.49%	12.99%	12.92%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	8.95%	9.11%	9.87%	9.71%	10.15%	10.14%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	8.03%	7.99%	8.66%	8.95%	9.29%	9.62%
净利润	2,023	2,250	2,684	2,994	3,434	3,790	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	10.48%	10.27%	9.29%	15.00%	16.00%	16.00%
非现金支出	933	881	787	745	747	752	EBIT 增长率	31.21%	7.94%	19.09%	13.58%	16.27%	16.13%
非经营收益	-418	-484	-374	-680	-770	-862	净利润增长率	18.46%	11.89%	20.80%	11.88%	15.69%	10.84%
营运资金变动	310	334	109	-302	30	14	总资产增长率	7.78%	10.02%	11.40%	13.81%	10.67%	10.88%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,849</b>	<b>2,981</b>	<b>3,207</b>	<b>2,756</b>	<b>3,442</b>	<b>3,695</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-529	-450	-911	-145	-75	-75	应收账款周转天数	55.6	52.1	50.9	80.0	82.0	85.0
投资	-46	0	-502	0	0	0	存货周转天数	2.3	2.1	2.1	3.0	3.5	3.3
其他	565	555	587	681	765	857	应付账款周转天数	14.7	18.9	16.4	140.0	140.0	140.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-10</b>	<b>105</b>	<b>-826</b>	<b>536</b>	<b>690</b>	<b>782</b>	固定资产周转天数	731.4	620.2	610.7	496.3	396.5	318.4
股权募资	0	0	0	221	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	0	-1	2	2	净负债/股东权益	-24.26%	-34.35%	-38.25%	-49.17%	-57.25%	-64.19%
其他	-959	-802	-927	-14	-705	-724	EBIT 利息保障倍数	-334.4	-24.1	-13.7	-15.8	-14.3	-33.7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-959</b>	<b>-802</b>	<b>-927</b>	<b>205</b>	<b>-703</b>	<b>-722</b>	资产负债率	17.55%	18.20%	19.27%	20.46%	19.74%	19.11%
<b>现金净流量</b>	<b>1,880</b>	<b>2,284</b>	<b>1,454</b>	<b>3,497</b>	<b>3,429</b>	<b>3,755</b>							

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-28	增持	27.23	30.00~35.00
2	2016-01-04	买入	28.27	35.00~40.00

来源：国金证券研究所

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