

2016年07月12日

何敏亮

东方航空(600115.SH)

Buy 买入

目标价(元) 9.0

公司基本资讯

产业别	交通运输		
A 股价(2016/7/12)	7.40		
上证综指(2016/7/12)	3049.38		
股价 12 个月高/低	12.49/5.56		
总发行股数(百万)	14467.59		
A 股数(百万)	8481.08		
A 市值(亿元)	627.60		
主要股东	中国东方航空集团 公司(35.06%)		
每股净值(元)	3.19		
股价/账面净值	2.32		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	9.6	19.0	-26.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

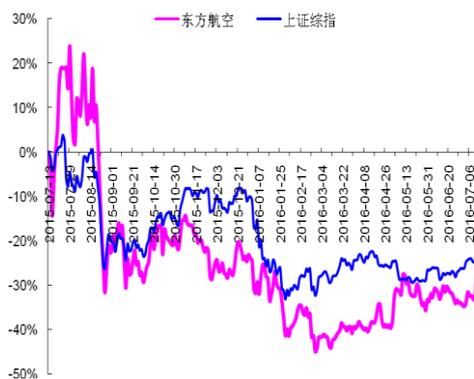
产品组合

航空客运	83.54%
航空货运	6.89%
其他	1.56%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.8%
一般法人	71.3%

股价相对大盘走势



出境游加速增长、油价低位运行、迪士尼增加客源，公司 2016 年有望迎来高增长

结论与建议：

国际航线需求强劲增长、油价低位运行以及迪士尼开园带来的旅客增加将带动东方航空 2016 年业绩大幅增长。我们预计公司 2016 年将实现净利润 78.5 亿元，YOY73%，EPS0.597 元，对应 PE12.4 倍，给予买入的投资建议。

- **中国民航业近两年加速发展。**出境游的加速增长成为了推动民航业发展的最主要力量。其中 2015 年国际航线旅客周转量的增速达到了 30.19%，推动整个民航旅客周转量增速达到 14.78%，较 2014 年提高近 3 个百分点。
- **机队运力稳步增长。**东航机队一直稳步扩张，近两年由于东航主动优化机队机构，增速有所放缓，回落到 7%左右。公司将于 2016 年度引进飞机 72 架、退出 26 架；计划在 2017 年及随后年度引进飞机 249 架，退出 43 架。预计未来 2 年机队将会以 6%-7%的速度增长。此外，由于国际航线需求的增加，东航针对性的更新宽体机，从 2014 年 58 架，增加至 2015 年的 66 架，YOY13.8%，远高于窄体机 7.7%的增速。
- **客运需求稳定增长。**客运一直是公司最重要的业务，在民航业加速发展的大背景下，2015 年东航旅客周转量同比增长 14.65%，基本与行业相当。其中国际航线的高增长是最主要的推动力，2015 年国际航线同比增长 25.15%，占比达到 30%，远高于行业 23.6%的平均水平。面对需求增长，东航通过引进宽体机、增加国际航班密集度以及舱位改造，加大运力投放，2015 年可用座公里同比增长 13.20%，基本与需求增长水平相当，客座率也维持在 80%上下。
- **油价保持低位运行。**2015 年，国际国内油价下跌 4 成以上，受此影响，2015 年，东航航油燃油成本由 2014 年的 302.38 亿元减少到了 203.12 亿元，同比大幅减少了 32.83%，减少了近 100 亿元。2016 年以来，国际油价先抑后扬，纽约原油期货在 2 月最低下探至 26 美元/桶，之后开始反弹，目前已接近 50 美元/桶，不过按均价来算依然下跌近 25%。预计全年均价仍会较 2015 年下降 10%-20%，因油价下跌可减少成本约 23.3-46.7 亿元。
- **汇兑损失预计减少。**2015 年公司财务费用创记录的达到了 72.69 亿元，较去年增加 2 倍以上，其中由于人民币贬值 6.12%所造成的汇兑损失就达到了 50 亿元左右。面对人民币的贬值预期，公司加快了美元债务的置换，美元债务占比从 2014 年的 81.1%降到了 2015 年的 73.3%，截至 2016 年 2 月份，已锐降至 53%。公司受汇率波动的影响有所降低，不过人民币贬值对公司财务费用的压力依然存在。我们预计 2016 年人民币可能贬值 3%-4%，在公司优化债务结构的背景下，汇兑损失依然会有 20 亿元左右，不过会较 2015 年有大幅降低，而财务费用有望降低至 50 亿元左右，同比下降 30%。
- **未来看点。**东方航空以上海为枢纽中心，上海两大机场旅客吞吐量在国内首屈一指。上海迪士尼乐园（一期）将于 2016 年 6 月 16 日开园，保守预计首年度参观人数将达到 1500-2000 万人次；而且上海自贸区建设也将吸引国内外的庞大客流，提供巨大的市场前景，对公司未来业绩增长提供一定的保证。
- **风险提示：**油价大幅上涨、人民币大幅贬值。

..... 接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	34.3011	23.7604	34.1700	45.4100	78.5013	97.0966
同比增减	%	-29.81%	-30.73%	43.81%	32.89%	72.87%	23.69%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.30	0.19	0.27	0.35	0.60	0.74
同比增减	%	-29.81%	-38.37%	43.81%	28.18%	72.87%	23.69%
A 股市盈率 (P/E)	倍	11.54	14.78	19.21	21.4	12.4	10
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0	0	0	0
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

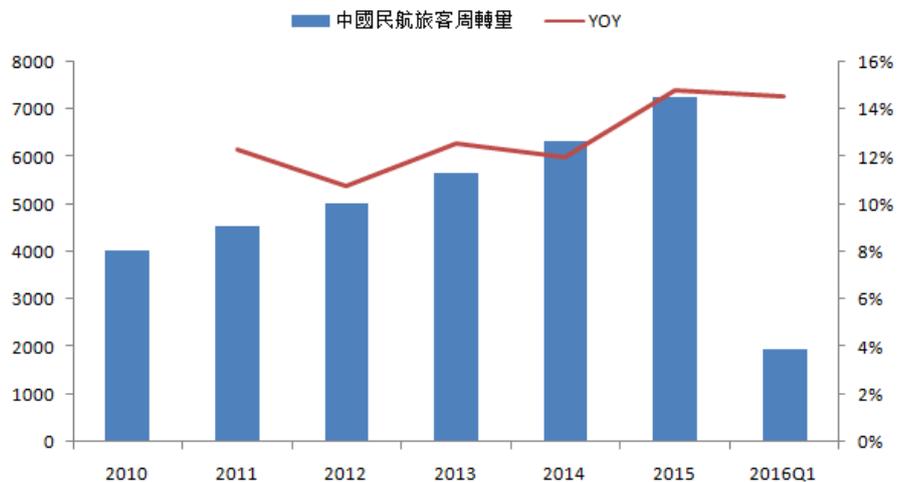
➤ 民航业概况

从中国民航数据看，近两年中国民航业呈加速上涨的态势，居民收入的提高显著推动旅游需求。2015 年中国民航业旅客周转量达到了 7270.7 亿客公里，同比增幅 14.78%，增速较 2014 年提高近 3 个百分点；2016 年延续增长态势，一季度中国民航旅客周转量同比继续增长达到 14.53%。

从分航线数据上可以看出，出境游需求加速增长。2015 年国际航线旅客周转量 1714.29 亿客公里，同比增幅达到了 30.19%；而同期国内航线仅同比增长 10.74%。国际航线的占比也因此较 2014 年提高 3 个百分点至 23.58%。

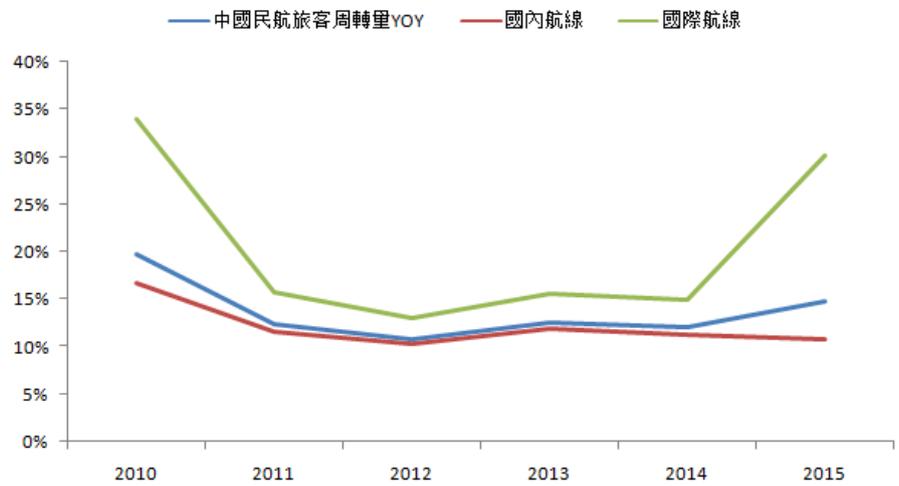
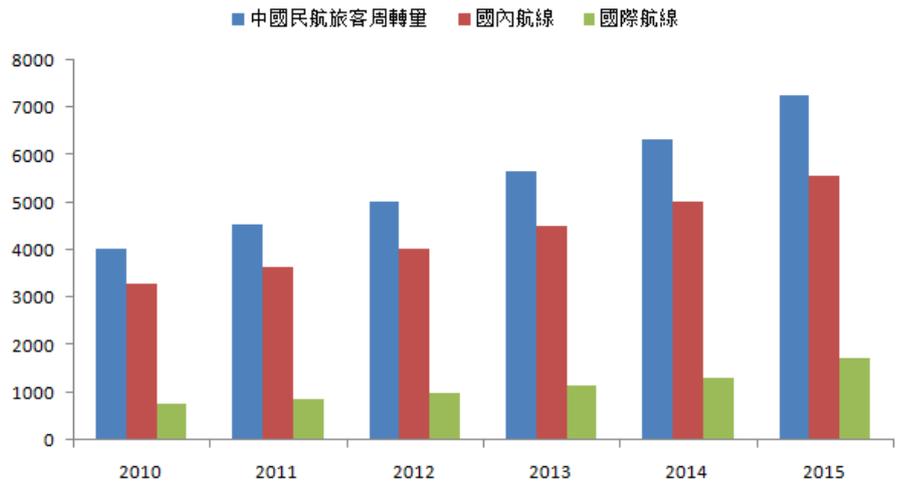
国内航空业的集中度很高，前三大航的市占率虽然近 2 年略有下滑，但基本维持在 70% 上下。市占率下降主要是因为一些中小航空公司因为体量小而增速稍快。

图 1：中国民航旅客周转量及同比增幅（单位：亿客公里，%）



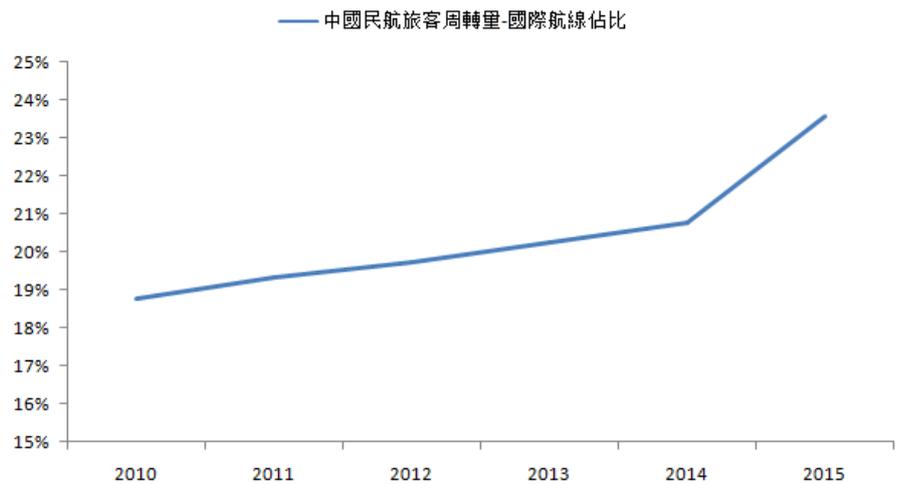
数据来源：wind 资讯，群益证券整理

图 2：中国民航旅客周转量及同比增幅（分航线）（单位：亿客公里，%）



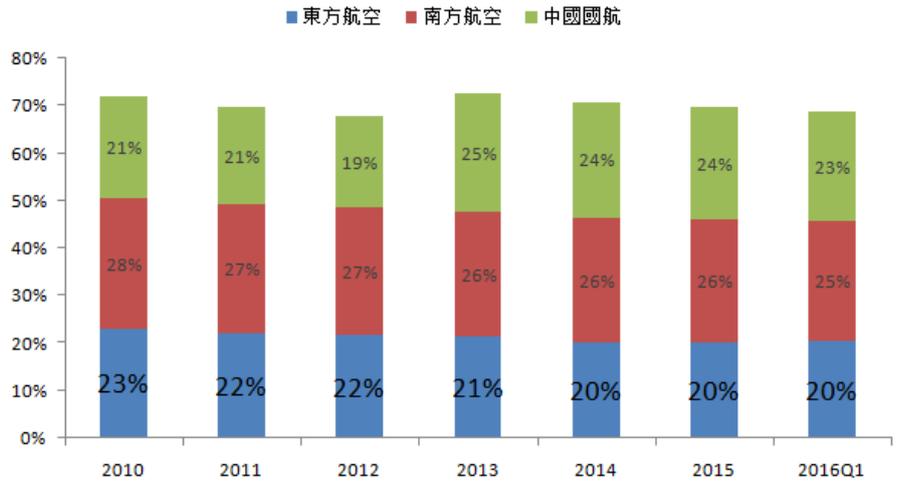
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 3: 中国民航国际航线旅客周转量占比 (单位: %)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 4: 三大航客运市场占有率 (单位: %)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

➤ 东方航空基本情况

东方航空在上述航空业的大背景下, 也基本保持同样的发展步伐。

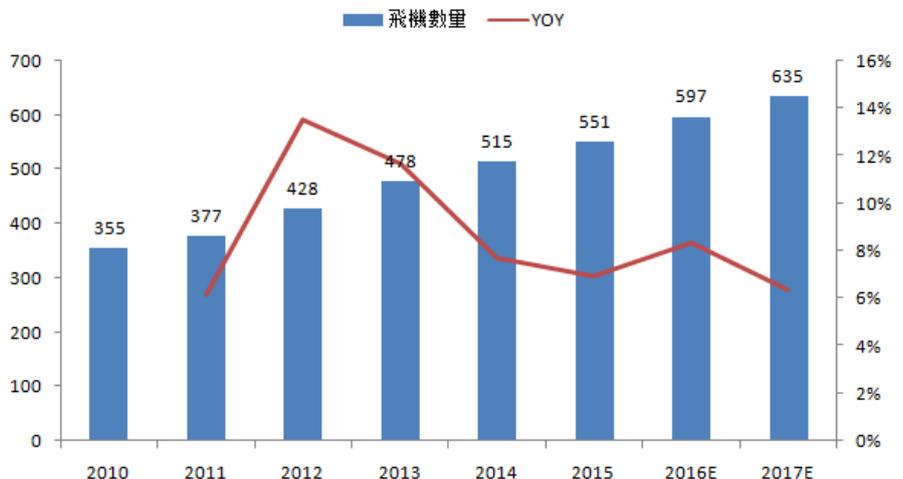
◇ 机队稳步增长

从历史数据看, 东航机队呈稳步扩张态势, 其中 2012、2013 两年增长速度较快, 增速均超过 10%; 近两年增速放缓了一些, 回落到 7% 左右, 应该是东航主动优化机队机构所致。截至 2015 年 12 月 31 日, 东航机队由 526 架客机、9 架货机、16 架公务机组成。

根据已确认的订单, 公司将于 2016 年度引进飞机 72 架、退出 26 架; 并计划在 2017 年及以后年度引进飞机 249 架, 退出 43 架。预计未来 2 年东航机组数量将会以 6%-7% 的速度增加。

此外, 由于国际航线需求的增加, 东航也将机队的更新集中在宽体机方面, 从 2014 年 58 架, 增加至 2015 年的 66 架, YOY13.8%, 远高于窄体机 7.7% 的增速; 其中宽体机型 B777 便在 2015 年增加 5 架至 9 架。公司 2016 年预计将再引进 7 架 B777 机型, 继续充实宽体机。

图 5: 东航机队规模变化图 (单位: 架)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

表 1: 东航飞机交易计划

交易日期	交易類型	機型	數量	金額(當期值)	交付日期
2012/11/23	購買	A320	60	53.92億美元 ≈ 342.39億元人民幣	2014-2017
2012/11/23	出售	CRJ	8	15.35億元人民幣	2014-2016
		EMB	10		
2014/2/28	購買	A320NEO	70	63.7億美元 ≈ 389.84億元人民幣	2018-2020
2014/6/13	購買	B737-800	80	73.81億美元 ≈ 457.99億元人民幣	2016-2020
		B737MAX			
	出售	B737-300	15	15.20億元人民幣	2014-2016
		B757	5		
2015/7/9	購買	B737	50	45.55億美元 ≈ 278.77億元人民幣	2017年10架 2018年25架 2019年15架
2016/4/28	購買	A350-900	20	59.60億美元 ≈ 387.13億元人民幣	2018年2架 2019年3架 2020年2架 2021年6架 2022年7架

数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

表 2: 2015 年东航机队结构

2015年報	機型	自購及融資租賃	經營租賃	小計	機齡	备注
客機		394	132	526		
寬體機		56	10	66	5.1	
	B777-300ER	9	-	9	0.8	2016年引进7架
	B767	6	-	6	14.7	
	A330-300	11	7	18	7.4	
	A330-200	30	3	33	3.3	
窄體機		338	122	460	5.5	
	A321	48	-	48	4.5	
	A320	122	38	160	6.5	2016年引进30架退出8架
	A319	31	4	35	3.6	
	B737-800	71	72	143	4.1	2016年引进35架退出7架
	B737-700	55	8	63	7	
	B737-300	5	-	5	13.3	2016年全部退出
	EMB-145LR	6	-	6	8.7	
貨機		2	7	9	6.4	
	B747-400F	2	1	3	8.9	
	B777F	-	6	6	5.2	
合計		396	139	535		
公務機				16		
飛機總數				551		

数据来源: 公司年报, 群益证券整理

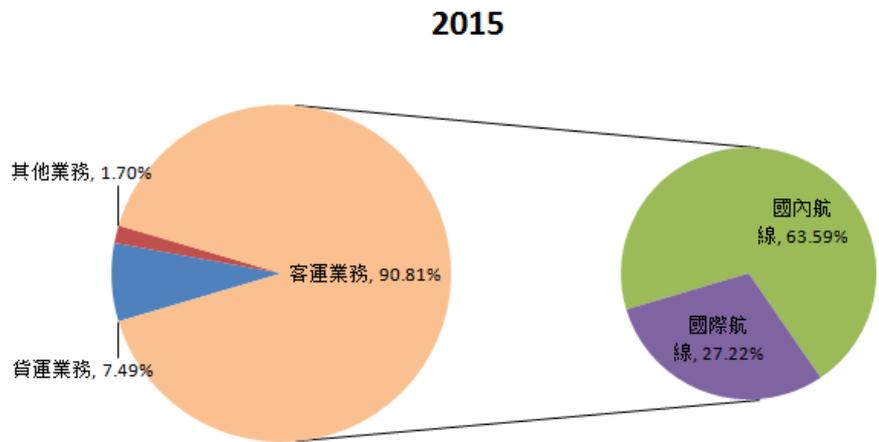
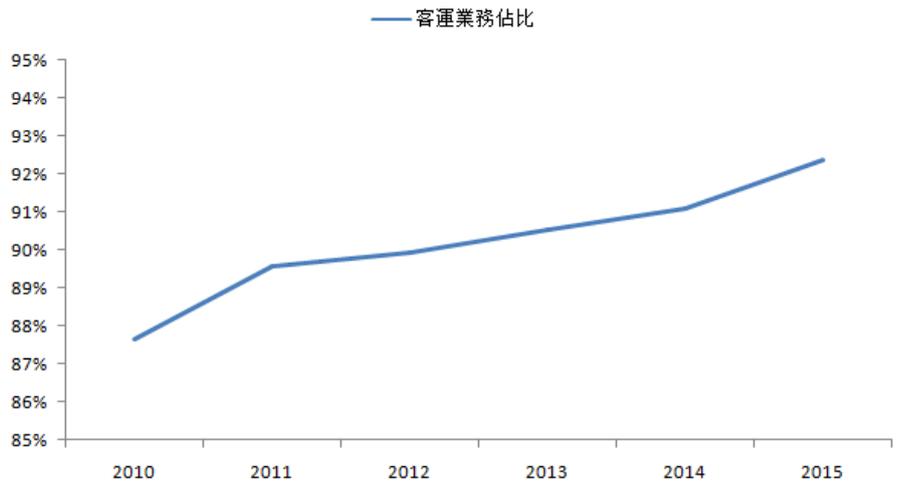
◇ 客运概况

客运一直是公司最重要的业务, 且收入占比逐年增长, 2015 年占到了主营业务收入的 90.81%。

从东航近几年的发展来看, 应该说大多数时间慢于行业平均水平, 不过 2015 年开始奋起直追, 旅客周转量同比增长 14.65%, 基本与行业相当。2016 年一季度更是增长达到 16.01%, 高于行业平均 1.5 个百分点。国际航线的高增长是最主要的推动力。2015 年, 东航客运业务国际航线完成旅客周转量 438.48 亿客公里, 同比增幅为 25.15%。2016 年一季度则再增 28.93%。国际航线占比也在 2015 年达到 30%, 远高于行业 23.6% 的平均水平。

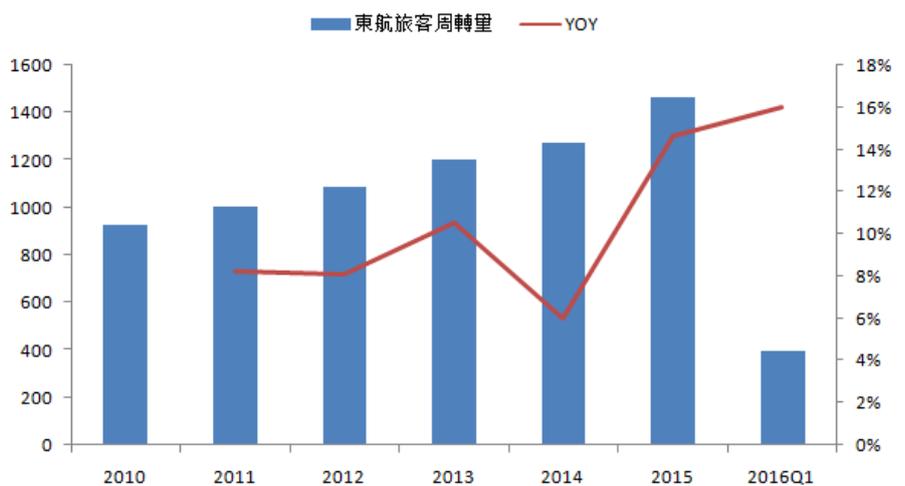
面对客运需求的稳定增长, 东航相应加大了运力投放, 通过引进宽体机、增加国际航班密集度、以及中联航对于旗下 B737 客机的经济舱改造, 使得 2015 年可用座公里同比增长 13.20%, 而 2016 年一季度增速达到了 15.76%, 基本与需求增长水平相当, 因此客座率能维持稳定在 80% 上下的水平。

图 6: 东航各业务收入占比 (单位: %)



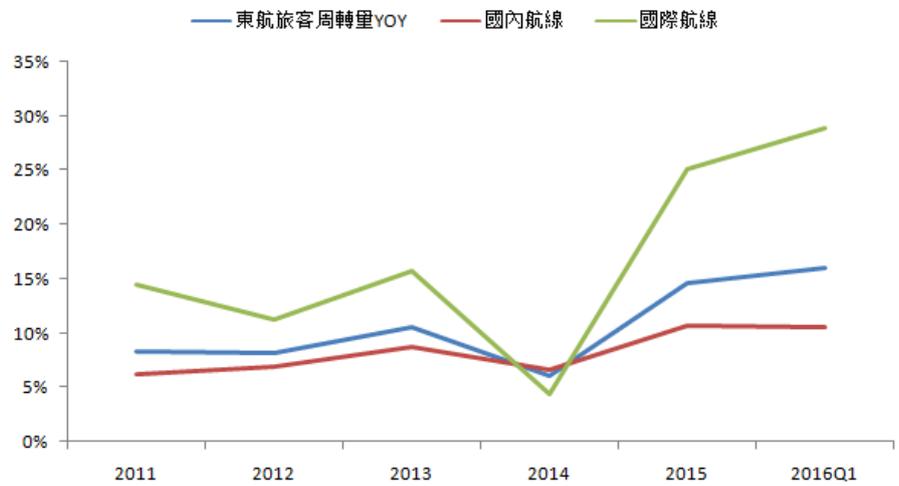
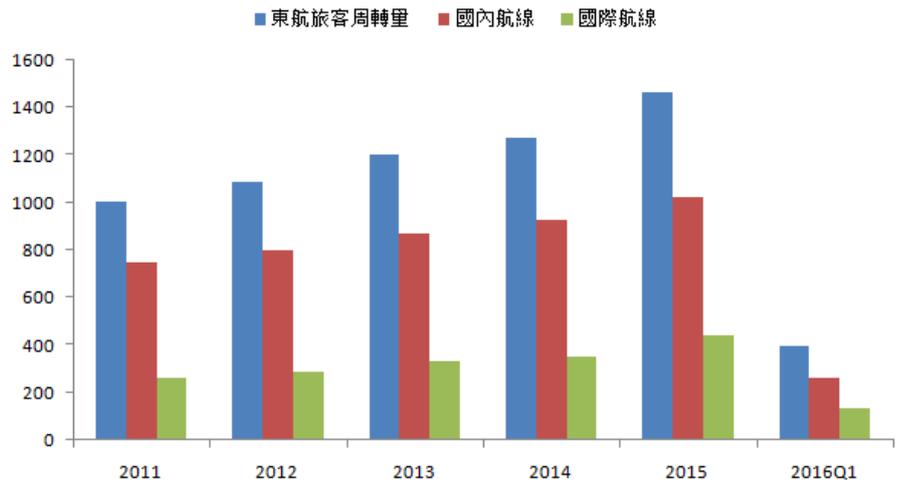
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 7: 东航旅客周转量 (单位: 亿客公里)



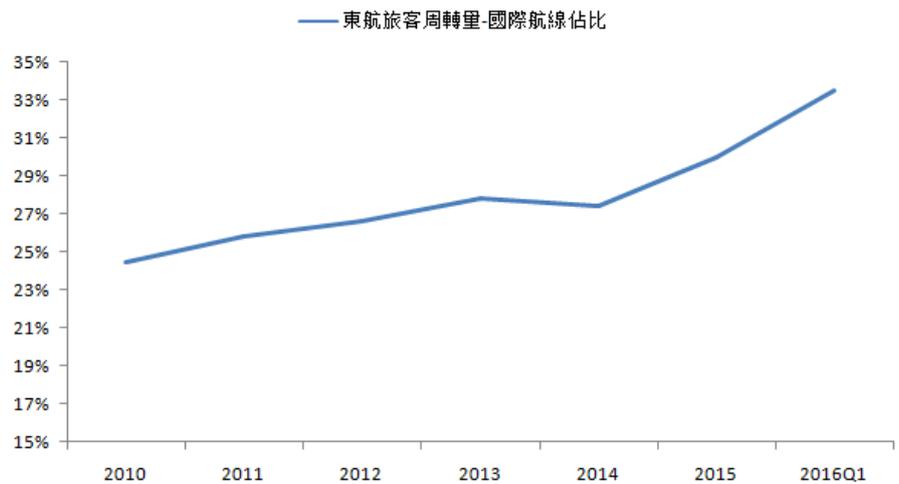
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 8: 东航旅客周转量及同比增幅 (分航线) (单位: 亿客公里, %)



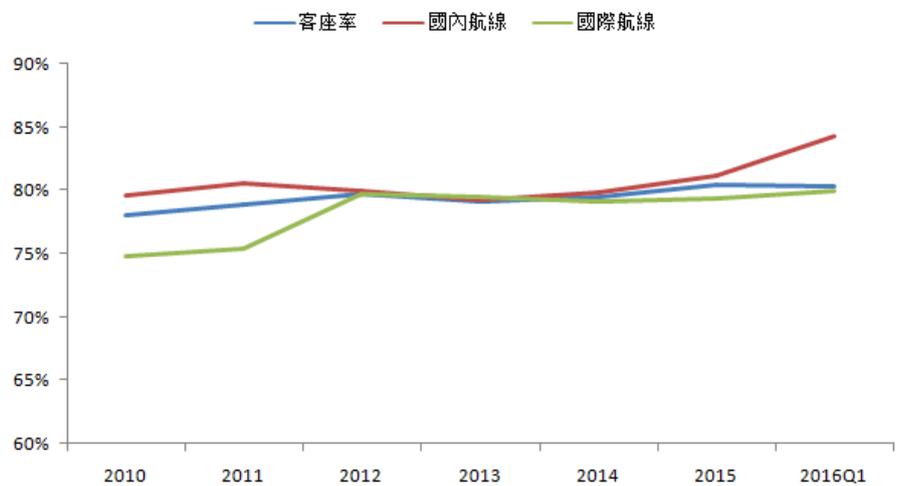
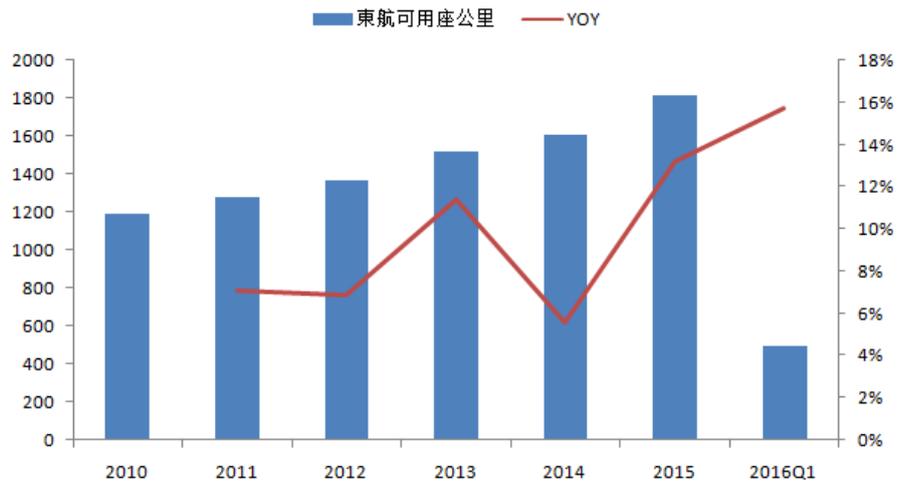
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 9: 东航国际航线旅客周转量占比 (单位: %)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 10: 东航可用座公里及客座率变化 (单位: 亿客公里, %)

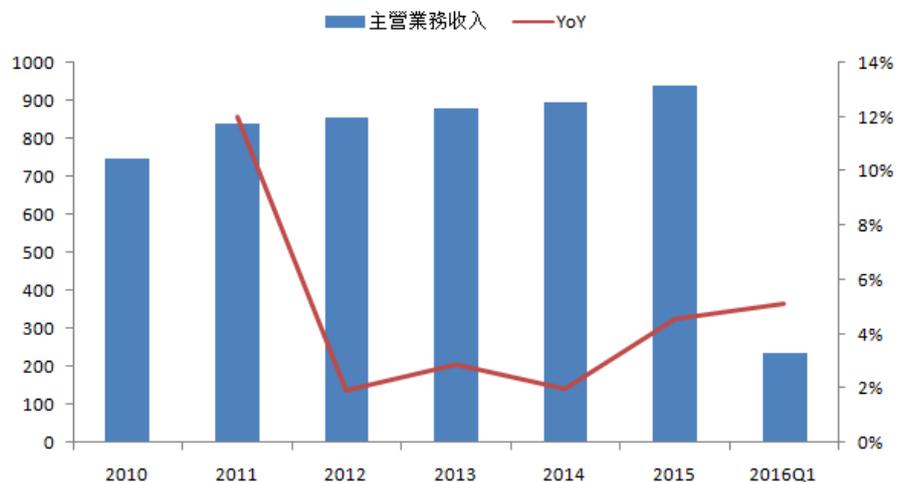


数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

➤ 东方航空利润分析

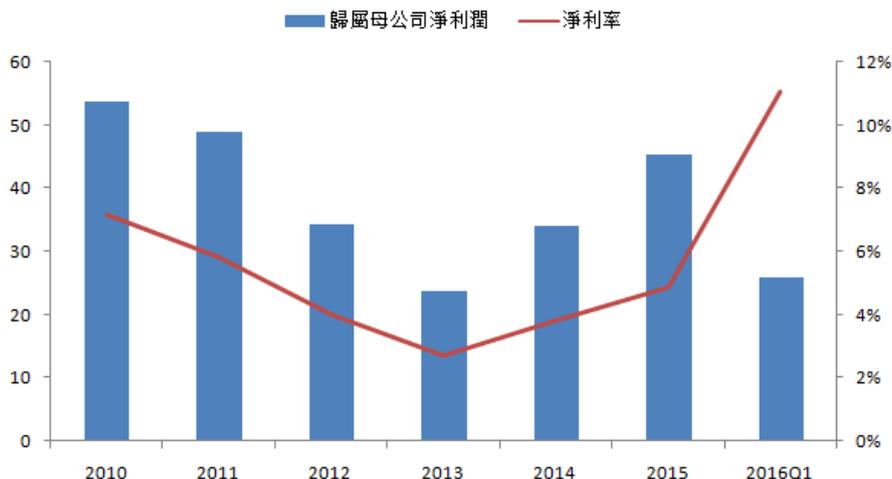
近年来, 东航营收增速基本稳定, 平均在 4%左右; 不过净利润走势却大幅波动。显而易见, 成本端的变化是影响利润走势最主要因素。拆分东航的成本构成, 我们发现油价及财务费用 (汇兑收益/损失) 的波动尤为剧烈。

图 11: 东航主营业务收入及增速 (单位: 亿元人民币, %)



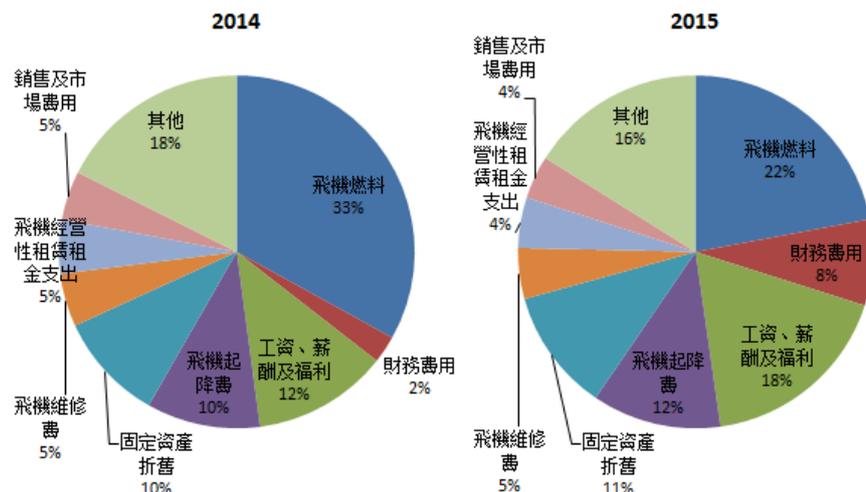
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 12: 东航净利润与净利率 (单位: 亿元人民币, %)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 13: 2014 年及 2015 年主营业务成本构成



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

✧ 油价波动影响

关于燃油附加费, 一般来说, 燃油附加费可以覆盖超过基准油价之后的 70% 的变动成本。因此油价涨过基准油价之后航空公司还是会增加不少成本。不过当油价低于基准油价时, 航空公司的燃油成本波动将完全取决于油价的涨跌。

2015 年 2 月国内航油价格跌破收费基准 4140 元/吨, 航空燃油附加费取消。而后同年 4 月又将基准油价提高到 5000 元/吨 (这一数字相对于国际油价接近 65 美元/桶), 在这样的背景下, 2015 年 2 月至今, 油价一直低于基准油价, 因此国内燃油附加费也就一直处于暂停状态。且短期来看, 油价涨超基准油价的可能性也不大, 因此航空公司的燃油成本在没有燃油附加费的情况下将完全取决于油价的涨跌。

2015 年, 新加坡航空煤油均价由 2014 年的 112.37 美元/桶下降至 64.7 美元/桶, 同比下降 42.42%; 国内航空煤油均价由 2014 年的人民币 6780 元/吨下降至 4014 元/吨, 同比下降 40.8%。受此影响, 2015 年, 东航航油消耗量 531.42 万吨, 同比增长 11.70%, 但由于油价同比大幅下跌, 燃油成本由 2014 年的 302.38 亿元减少到了 203.12 亿元, 同比大幅减少了 32.83%, 减少了近 100 亿元。

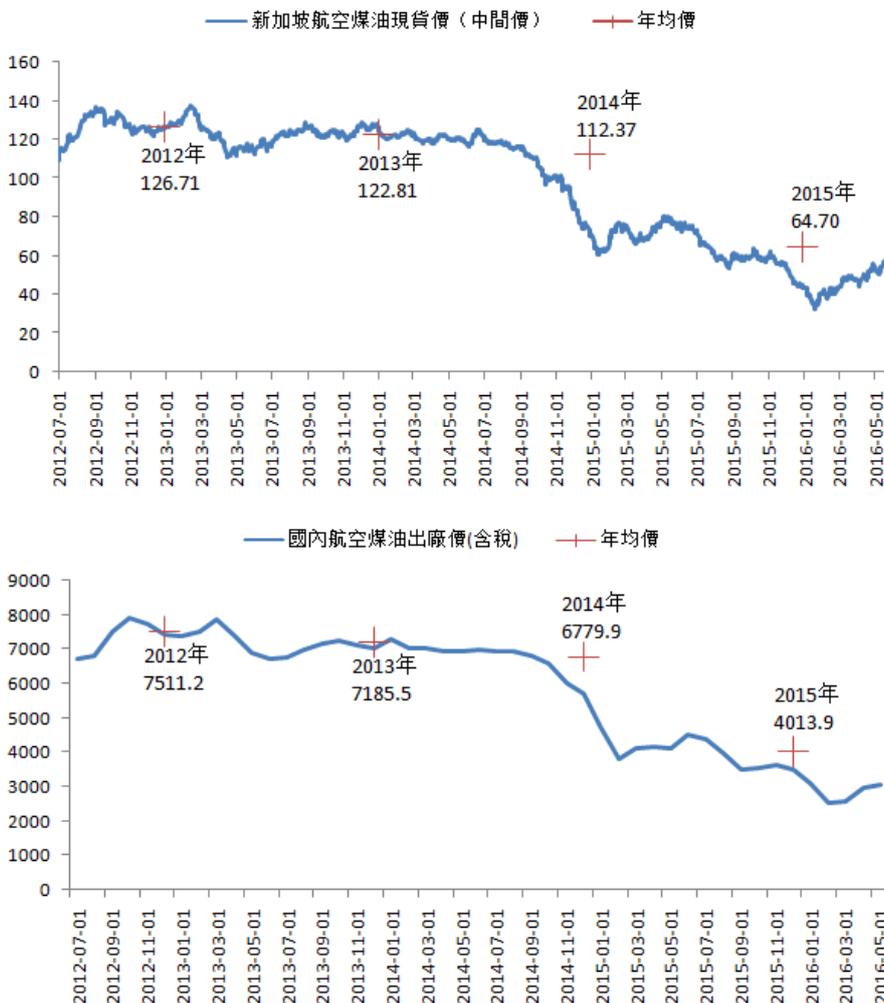
根据敏感性分析计算, 2016 年东航的用油成本在平均油价每波动 5% 之时将

导致超过 11 亿元的波动。

2016 年以来，国际油价先抑后扬，纽约原油期货在 2 月最低下探至仅有 26 美元/桶，不过之后展开反弹之旅，目前已接近 50 美元/桶，按年算，纽约原油较去年底上涨已经超过 3 成。不过按均价来算，今年（2016）以来在 37 美元/桶，而去年（2015）则在 49 美元/桶，依然下跌接近 25%。

我们判断 2016 年国际油价不会长时间维持在 50 美元/桶上方（相当于国内航空煤油价格 4000 元/吨左右水平），预计全年均价仍会较 2015 年下降，按 10%-20%左右的降幅计算，因油价下跌而给东航带来的成本减少将达到约 23.3-46.7 亿元。

图 14：国内航空煤油价格（2012/7-2016/5）（单位：美元/桶，元人民币/吨）



数据来源：wind 资讯，群益证券整理

表 3：2016 年东航航油成本变化敏感性分析（单位：亿元）

航油成本		油价波动幅度								
		-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
可用座公里增长	6%	-66.3	-44.2	-22.1	-11.0	0.0	11.0	22.1	44.2	66.3
	8%	-67.5	-45.0	-22.5	-11.3	0.0	11.3	22.5	45.0	67.5
	10%	-68.8	-45.9	-22.9	-11.5	0.0	11.5	22.9	45.9	68.8
	12%	-70.0	-46.7	-23.3	-11.7	0.0	11.7	23.3	46.7	70.0
	14%	-71.3	-47.5	-23.8	-11.9	0.0	11.9	23.8	47.5	71.3
	16%	-72.5	-48.4	-24.2	-12.1	0.0	12.1	24.2	48.4	72.5

数据来源：wind 资讯，群益证券整理

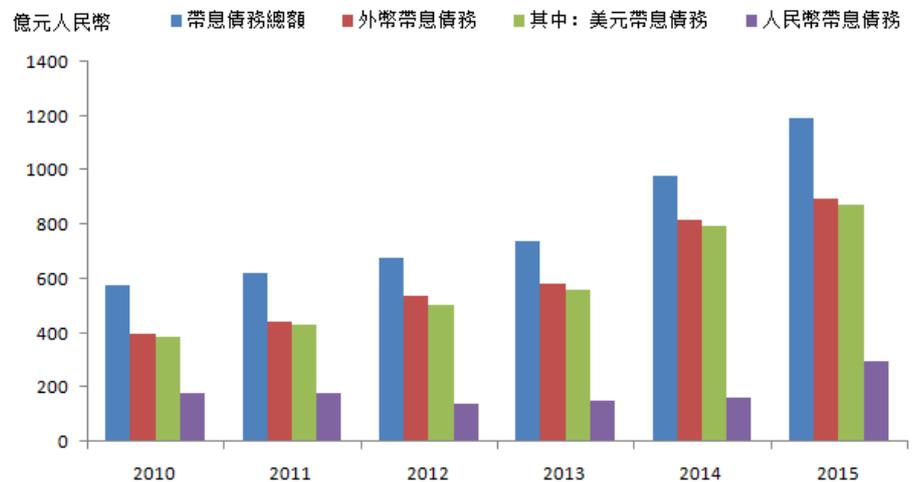
◇ 汇率波动影响

公司带息债务主要由美元和人民币债务组成，其中又以美元债务的比例最大，因此汇率是影响 2015 年利润增长第二大的因素。2015 年，公司财务费用创记录的达到了人民币 72.69 亿元，较去年增加 2 倍以上，其中由于人民币在 2015 年贬值 6.12% 所造成的汇兑损失就达到了 50 亿元左右。

面对人民币的贬值预期，公司加快了美元债务的置换，美元债务占总债务的比例从 2014 年的 81.1% 降到了 2015 年的 73.3%，而到 2016 年 2 月份，则继续锐降至 53%，公司受汇率波动的影响有所降低。

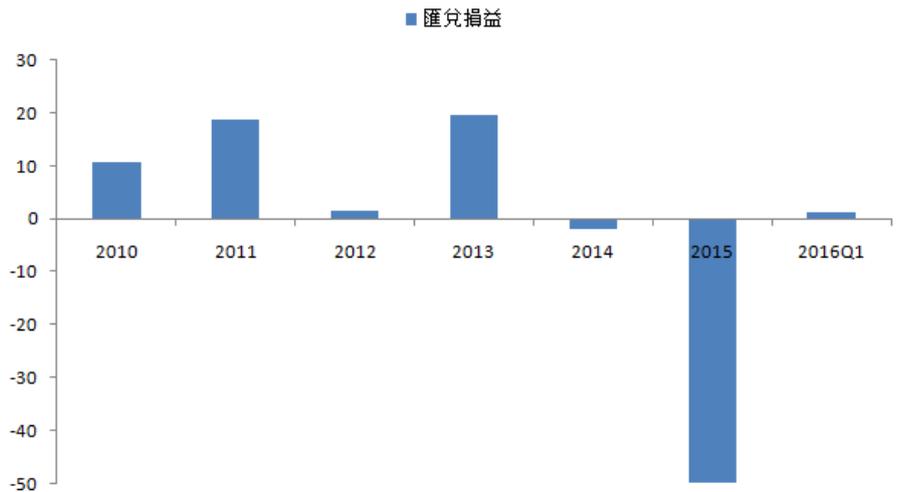
不过公司的美元债务依然占有较大比例，人民币的贬值势必会继续给公司的财务费用造成压力。我们预计 2016 年人民币可能贬值 3%-4%，在公司优化美元债务结构的背景下，汇兑损失依然会达到 20 亿元左右，不过较 2015 年会有大幅度的降低。而总的财务费用有望降低至 50 亿元左右，同比下降 30%。

图 15: 东航各年债务变化 (单位: 亿元人民币, 亿美元)



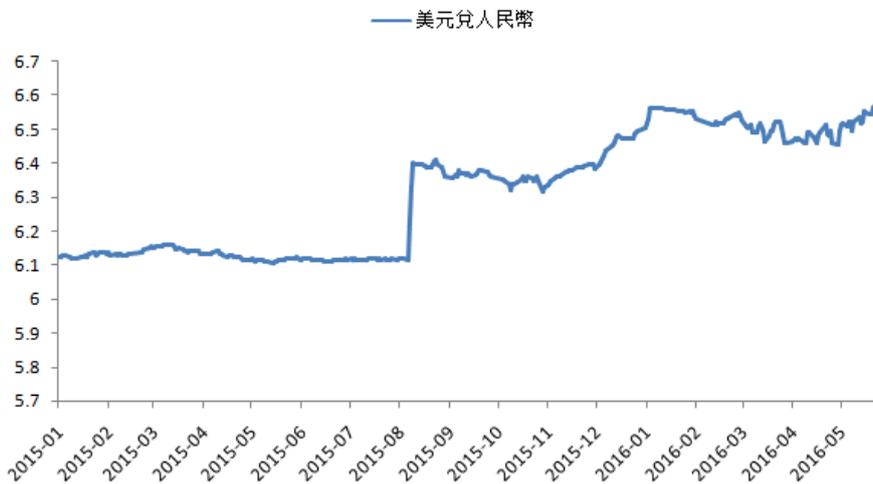
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 16: 东航各年汇兑损益 (单位: 亿元人民币)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

图 17: 美元兑人民币中间价走势 (2015/1 至今) (单位: RMB/USD)



数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

表 4: 2016 年东航汇兑损益敏感性分析及对应财务费用 (单位: 亿元人民币)

匯兌損失		匯率波動幅度								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
美元債務減少	-10%	-24.9	-16.6	-8.3	0.0	8.3	16.6	24.9	33.2	41.5
	-20%	-23.6	-15.7	-7.9	0.0	7.9	15.7	23.6	31.4	39.3
	-30%	-22.3	-14.8	-7.4	0.0	7.4	14.8	22.3	29.7	37.1
	-40%	-20.9	-14.0	-7.0	0.0	7.0	14.0	20.9	27.9	34.9
	-50%	-19.6	-13.1	-6.5	0.0	6.5	13.1	19.6	26.2	32.7
	-60%	-18.3	-12.2	-6.1	0.0	6.1	12.2	18.3	24.4	30.5
財務費用		匯率波動幅度								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
美元債務減少	-10%	0.8	8.9	17.0	25.0	33.1	41.1	49.2	57.3	65.3
	-20%	3.3	10.9	18.6	26.2	33.9	41.5	49.1	56.8	64.4
	-30%	5.8	13.0	20.2	27.4	34.6	41.8	49.1	56.3	63.5
	-40%	8.2	15.0	21.8	28.6	35.4	42.2	49.0	55.8	62.6
	-50%	10.7	17.1	23.5	29.8	36.2	42.6	48.9	55.3	61.7
	-60%	13.2	19.1	25.1	31.0	37.0	42.9	48.8	54.8	60.7

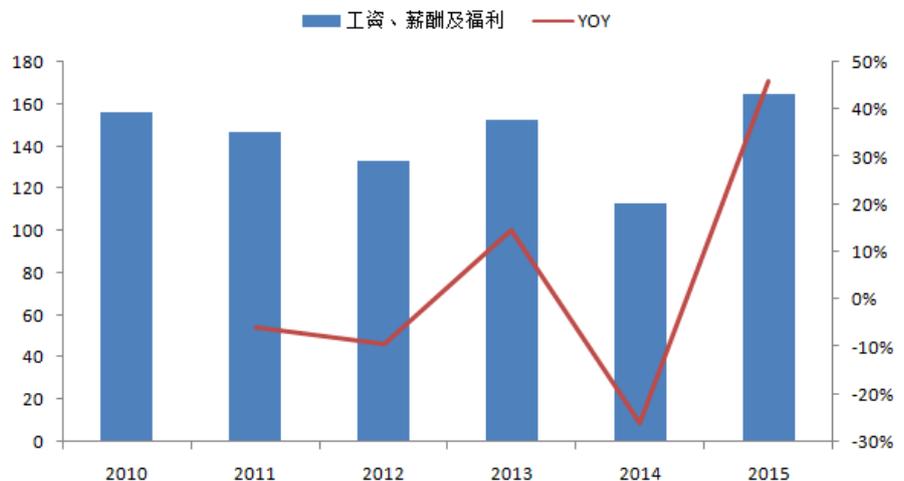
数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

◇ 工资、薪酬及福利

东航作为三大航之一，员工队伍庞大的国有企业，工资、薪酬及福利在成本中也占到了相当的比例。2011、2012年东航工资、薪酬及福利下降是因为反腐力度加大，公司削减人员开支所致；2015年工资、薪酬及福利164.59亿元，同比增长46.04%，根据公司2014年与2015年的公告，如此大幅增长的原因是2014年公司修改员工福利政策，导致2014年产生结算利得，而工资、薪酬及福利项目基数变小所致。

若扣除不可比因素，2015年实际同比增长17%，与2013年同比增幅14.66%保持同一水平。此项成本变化为2014年、2015年个别现象，预计不会影响未来成本变化趋势。

图 18：东航各年工资薪酬及福利（单位：亿元人民币，%）



数据来源：wind 资讯，群益证券整理

➤ 未来看点

◇ 枢纽中心优势

从某种程度上讲，航空枢纽城市的优劣决定了一家航空公司的盈利水准的高低。从国内机场的旅客输送量排名来看，北京、上海、广州是国内航空客运的三大黄金枢纽。2015年，上海的浦东国际机场和虹桥机场总共完成旅客吞吐量9918.89万人次，同比增长10.63%，国内排名第一。

东航的枢纽中心立足上海，截至2015年底，公司在浦东及虹桥机场份额分别为34.7%及47.3%，占比最大，未来迪士尼开园和上海自贸区建设都能提供很大的市场前景。

表 6：2015 年民航机场旅客吞吐量排名（单位：人次）

机场名称	名次	2015	2014	同比%
上海/浦东+虹桥	1	99188938	89659029	10.63
北京/首都	2	89939049	86128313	4.42
广州/白云	3	55201915	54780346	0.77
成都/双流	4	42239468	37675232	12.11
深圳/宝安	5	39721619	36272701	9.51
昆明/长水	6	37523098	32230883	16.42
西安/咸阳	7	32970215	29260755	12.68
重庆/江北	8	32402196	29264363	10.72
杭州/萧山	9	28354435	25525862	11.08

厦门/高崎	10	21814244	20863786	4.56
南京/禄口	11	19163768	16283816	17.69
武汉/天河	12	18942038	17277104	9.64
长沙/黄花	13	18715278	18020501	3.86
乌鲁木齐/地窝堡	14	18506463	16311140	13.46
青岛/流亭	15	18202085	16411789	10.91
郑州/新郑	16	17297385	15805443	9.44
三亚/凤凰	17	16191930	14942356	8.36
海口/美兰	18	16167004	13853859	16.70
天津/滨海	19	14314322	12073041	18.56

数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

◇ 迪士尼

上海迪士尼乐园(一期)将于2016年6月16日正式开园,参照同处亚洲的其他两个迪士尼乐园数据,日本东京迪士尼首年度就创下了1036万人次的客流记录,考虑到上海迪士尼面积和腹地人口均优于东京迪士尼,预计上海迪士尼首年度客流可达到2000万人次,远期3-5年有望达到3500-5000万人次。

东航作为立足上海的航空公司,将直接受益于迪士尼带来的客流增长;此外,公司与华特迪士尼公司已建立合作关系,共同开发针对性的旅游产品,提升公司非航业务收入。

表5: 亚洲各迪士尼乐园面积及客流量对比

	上海迪士尼	东京迪士尼	香港迪士尼
总面积(公顷)	390(一期)	200	126
首年度客流(万人次)	2000(E)	1036	520

数据来源: wind 资讯, 群益证券整理

➤ 盈利预测

综合考虑以上的分析,我们假设东航在2016年:

- 受益于机队结构的改善、出境游的增加,客运周转量将会同比增加12.5%;
- 受益于迪士尼开业带来的客流增长,客座率可再提高0.3个百分点至80.8%;
- 油价下跌直接降低成本,在均价下跌10%的背景下预计节约25亿元;
- 人民币贬值将继续对公司财务费用造成压力,虽然公司通过美元债券置换快速降低美元债的占比,但是预计因为人民币贬值造成的汇兑损失仍将达到20亿元,总的财务费用将超过50亿元。不过这一数字将较2015年减少20余亿。

基于以上假设,我们预计公司2016年将实现净利润78.5亿元, EPS0.597元,对应A股P/E为12.4倍,估值不高,给予买入的投资建议。

➤ 风险提示

1. 油价大幅上涨: 油价超预期上涨后将导致成本大幅增加。
2. 汇率贬值: 人民币贬值幅度超预期将会导致汇兑损失大幅增加。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
营业额	85569	88009	89746	93844	100758	111950
经营成本	74700	80339	79645	77146	80330	89252
毛利	10869	7671	10101	16698	20428	22697
营业税金及附加	670	306	107	178	252	280
销售费用	5443	5910	5788	6136	6549	7277
管理费用	2743	2839	2451	2914	3224	3582
财务费用	1464	(440)	2286	7269	5500	5000
资产减值损失	(20)	184	22	228	220	220
投资收益	234	68	142	239	240	250
营业利润	827	(1041)	(400)	218	4933	6598
税前利润	3516	2221	4120	5671	10373	12538
所得税	215	124	573	624	1245	1505
少数股东权益	(130)	(280)	130	506	1278	1324
净利润	3430	2376	3417	4541	7850	9710

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	4238	2378	1393	9115	3537	4912
存货	2088	2305	2259	2056	2159	2267
应收帐款	2956	3524	3862	2867	3010	3161
流动资产合计	12675	12610	18243	23078	9406	11039
长期投资净额	1484	1497	1591	2061	2164	2272
固定资产合计	108288	125167	145299	172631	181263	190326
在建工程	13879	18352	22376	22978	24127	25333
无形资产及其他资产合计	1961	2375	2436	2346	2463	2586
资产总计	120962	137777	163542	195709	196196	207124
流动负债合计	48842	53082	61127	74384	62837	59662
长期负债合计	47078	58404	72928	83674	87858	92251
负债合计	95920	111486	134055	158058	150694	151913
少数股东权益	1666	1674	1791	2514	2640	2772
股东权益合计	25043	26291	29487	37651	45501	55211
负债和股东权益总计	120962	137777	163542	195709	196196	207124

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	12608	10779	12252	24325	19460	21406
投资活动产生的现金流量净额	(11780)	(17028)	(24033)	(27800)	(30580)	(24464)
筹资活动产生的现金流量净额	(2174)	5730	11112	11083	5542	4433
现金及现金等价物净增加额	(1349)	(544)	(684)	7725	(5579)	1375

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。