

春秋航空 (601021.SH) 航空运输行业

评级: 买入 维持评级

公司深度研究

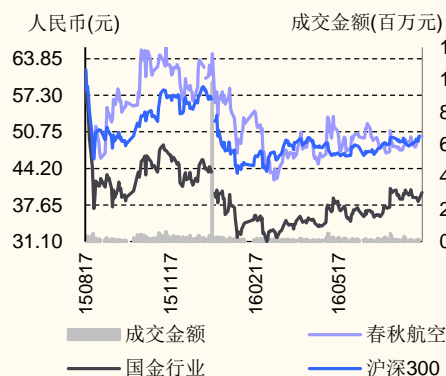
市场价格(人民币): 49.94元

运力增长恢复, 成长动力充沛

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)	200.00
总市值(百万元)	39,952.00
年内股价最高最低(元)	65.87/42.14
沪深300指数	3294.23
上证指数	3050.67



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	2.947	1.660	2.201	2.601	3.014
每股净资产(元)	11.84	8.17	10.33	12.88	15.84
每股经营性现金流(元)	3.59	2.01	1.54	2.17	2.53
市盈率(倍)	N/A	36.75	22.69	19.20	16.57
行业优化市盈率(倍)	56.53	75.17	58.04	58.04	58.04
净利润增长率(%)	20.75%	50.18%	32.61%	18.15%	15.89%
净资产收益率(%)	24.88%	20.30%	21.32%	20.20%	19.03%
总股本(百万股)	300.00	800.00	800.00	800.00	800.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 民航消费迈入大众化, 供给面临时刻瓶颈但具有弹性, 油价与汇率仍是关键变量, 对未来盈利增速保持谨慎乐观: 人均 GDP 提升, 民航票价基本没涨, 激发因私消费。国内一线城市机场面临时刻瓶颈, 2011-2015 飞机起降架次的同比数据滑落到 5% 左右。同时也观察到, 民航 ASK 同比增速从 2014 年的 11.5% 跳升到 2015 年的 14.1%, 而三大航的国际 ASK 同比增速从 2014 年的 13.4% 跳升到 2015 年的 24.3%, 说明供给依然具有弹性。除了供需关系, 我们在 7 月 27 日的航空报告中, 深入对比了中美航空业, 也指出中国民航业 2004 年至今连续盈利 (2008 年全球金融危机除外), 但油价与汇率仍是关键变量, 未来需关心盈利的同比增速。

■ 春秋航空运力增长恢复, 受益油价下降, 而汇兑损失影响小: 上半年飞机引进节奏延缓, 目前 8 架飞机已陆续交付, 运力增长的恢复将保障下半年的收入增长。以日韩和泰国为目的地的出境游人数维持高增长, 公司具有灵活的调配与运营能力, 国际航线客座率已回升至正常水平。新增运力仍偏重投放国际航线, 泰国航线运力占比提升。2016 年 1-8 月, 国内航油出厂价的均价同比下降约 26%, 燃油成本节省助力公司业绩确定性增长。

■ 作为低成本航空的领军者, 公司有足够的成长空间: 参照欧洲和亚太地区数据, 我国低成本航空的市场份额有望从不到 6% 提升至 20%。目前公司机队规模尚小, 国际航线爆发, 辅助收入提升与运力投放等将驱动公司收入增长。不断壮大的民航消费市场, 良好的成本控制能力, 为公司营造足够的成长空间, 公司享受的估值溢价在合理范围内。

投资建议与估值

■ 公司作为低成本航空领军者, 处于加速发展阶段, 中长期坚定看好。预计 2016-2018 年的 EPS 为 2.20 元、2.60 元、3.01 元, 估值溢价在合理范围内。

风险

■ 民航需求下滑、油价与人民币汇率大幅波动、地区冲突及安全事故等。

相关报告

1. 《低成本航空王者归来-春秋航空: 低成本航空王者归来》, 2016.6.1
2. 《航空+旅游带来充沛成长动力, 辅助业务大幅提升-春秋航空公司点...》, 2016.4.20
3. 《低成本航空旅游新锐, 彻底穿越周期-春秋航空公司深度研究》, 2016.3.9
4. 《借力上海迪斯尼, 打造低成本航空新锐-春秋航空公司研究》, 2015.12.17

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

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

内容目录

民航消费大众化，供给面临时刻瓶颈但具有弹性	3
民航需求的动力——人均 GDP 提升激发因私消费	3
民航供给的瓶颈——机场产能有限制，供给仍有弹性	4
民航维持较高景气度	5
春秋航空：运力增长恢复，汇兑损失影响小，业绩增长确定性高	6
运力增长恢复，仍偏重国际航线，泰国航线运力占比提升	6
以日韩和泰国为目的地的出境游火爆，公司客座率稳定	7
油价下降影响大，汇兑损失影响小	8
油价同比降幅收窄，预计全年均价仍有较大下滑	8
主要假设与财务预测	9

图表目录

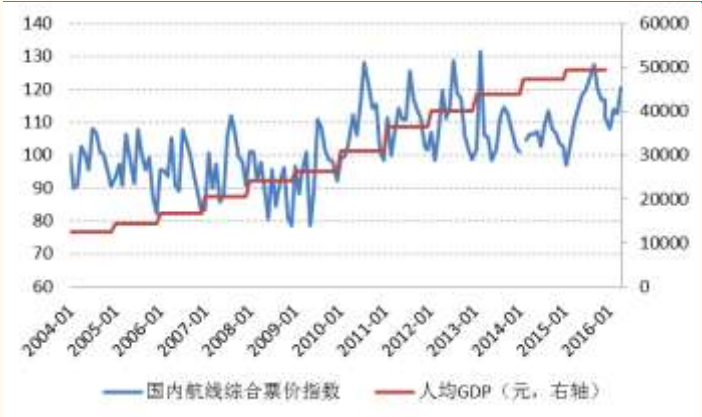
图表 1：国内航线综合票价指数与人均 GDP（右轴）	3
图表 2：民航客运量稳步增长（亿人次）	3
图表 3：民航非公务旅客的占比不断提升	3
图表 4：城镇居民人均旅游花费中，非商务出差的逐渐提升	3
图表 5：一线城市机场的起降架次同比增速有分化	4
图表 6：国内民航业飞机起降架次同比	4
图表 7：民航 ASK 与 RPK 增速	4
图表 8：三大航国际航线 ASK 与 RPK 增速	4
图表 9：民航量价指数	5
图表 10：民航客座率指数平稳	5
图表 11：主要航企的 ASK 同比增速	6
图表 12：春秋航空国际 ASK 占比维持高位	6
图表 13：2000-2015 年出境游人数变化情况（万人次）	7
图表 14：赴日韩和泰国的出境游人数（万人次）	7
图表 15：春秋航空客座率（%）	7
图表 16：主要航企的客座率同比增速	7
图表 17：春秋航空单季度营业收入（亿元）	8
图表 18：春秋航空单季度净利润（亿元）	8
图表 19：国内航油出厂价的单季度均价（元/吨）	9
图表 20：美元兑人民币中间价的单季度变化	9
图表 21：公司主要指标预测表	10

民航消费大众化，供给面临时刻瓶颈但具有弹性

民航需求的动力——人均 GDP 提升激发因私消费

- 中国幅员辽阔，人口众多，民航消费有天然的广阔的市场基础。国内高铁网络发达，虽有分流，预计未来人均乘机次数峰值难以超过美国水平，但航空便捷性依然优势明显，民航消费中长期向好无疑。
- 国内民航消费兴起的核心原因是人均 GDP 不断提高，而民航票价水平近十年来涨幅很小，民航消费迈入大众化阶段。
- 民航客运量稳步增长，近几年增速较为稳定，保持在 10% 左右。从多年数据来看，国内航空需求增速对 GDP 增速的弹性系数，基本在 1.3-1.4 左右。预计未来几年经济增速将保持在 6.5% 左右，随着居民收入增加，民航消费大众化，民航需求仍将保持较快增速。

图表 1：国内航线综合票价指数与人均 GDP（右轴）



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：民航客运量稳步增长（亿人次）

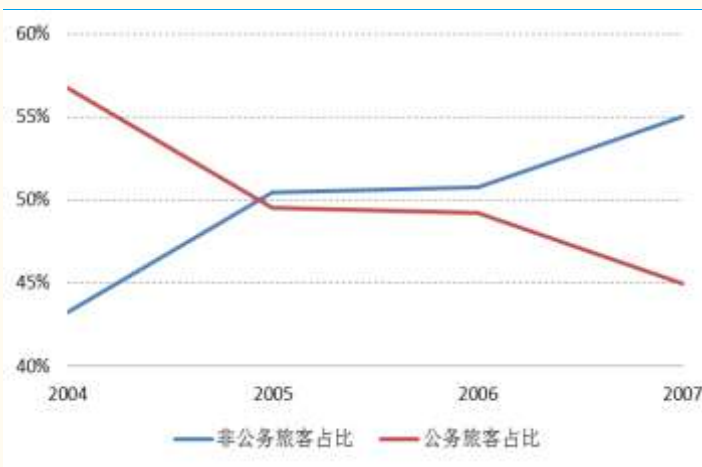


来源：wind，国金证券研究所

- 民航需求增长的动力，主要来自因私出行需求上升。民航消费属性增强，近年来出境游的火爆可见一斑。

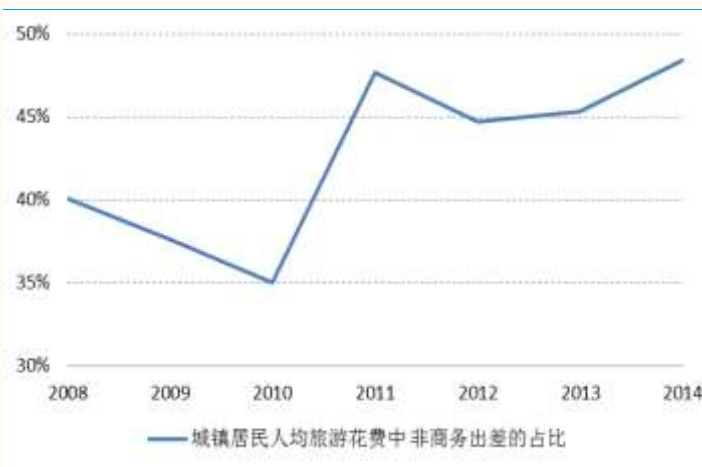
从旅客结构来看，旅游等消费属性的旅客占比不断提升，从城镇居民人均旅游花费来看，非商务出差的比例也在上升。

图表 3：民航非公务旅客的占比不断提升



来源：CAAC，国金证券研究所

图表 4：城镇居民人均旅游花费中，非商务出差的逐渐提升



来源：wind，国金证券研究所。注：非商务出差的部分，包括观光游览、度假休闲、探亲访友

民航供给的瓶颈——机场产能有限制，供给仍有弹性

- 限制民航供给的，不仅有跑道产能，还有空域时刻资源的因素。目前民航可使用的空域占比仅约 20%，时刻资源紧张。
- 国内机场产能利用率已达到高位，飞机起降架次的同比增速在下滑。

机场行业的飞机起降架次同比数据，保持稳定而有下降趋势，2015 年同比增速为 8%。

一线城市的机场更加拥挤，起降架次的同比增速明显低于行业，2015 年同比增速为 3.9%。但有所分化，浦东机场（第四跑道启用）和深圳机场（T3 启用）的同比增速较高。

- 2015 年，飞机起降架次的同比增速有所分化，国际航线快速上升，而国内航线有所下滑。出境游火爆，国际航线盈利能力良好，航空公司加大了国际航线的运力投放。

图表 5：一线城市机场的起降架次同比增速有分化



图表 6：国内民航业飞机起降架次同比



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 民航供给仍有弹性。预计未来一线机场的时刻价值上升，二三线机场的时刻有释放空间。

2011-2015 年，机场行业的飞机起降架次的同比数据在 9% 左右，基本保持稳定，一线机场的数据更低，反映了这几年机场产能面临瓶颈的现象。

但目前的情况下，民航扩大供给依然是有空间的。这几年民航 ASK 的同比增速在 12% 左右，2015 年达到 14%，有明显的上升趋势，国际航线 ASK 更为明显。方法包括换宽体机，提升航距，在二三线机场执行航班等，而机场提高管理水平，也能大幅提升航班容量和运行效率。

国企更加追求规模和市场份额，或难自我调节，在行业盈利时期，扩张运力的冲动会比较强。

图表 7：民航 ASK 与 RPK 增速



图表 8：三大航国际航线 ASK 与 RPK 增速



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

民航维持较高景气度

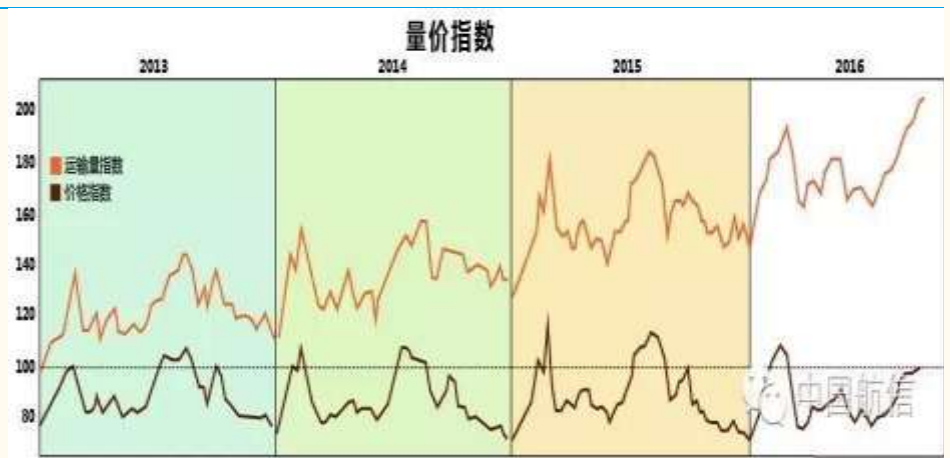
■ 民航景气度持续。

从中国航信 8 月 1 日-8 月 7 日数据来看，民航全市场景气指数 142，自六月起连续节节高升，再次刷新今年市场新高记录。而国际航线景气指数创近三年来最高纪录。国际市场量价齐升，量价环比增幅分别为 3%和 1%。

景气指数衡量民航旅客运输市场与旅客消费总额的情况。量价指数衡量民航市场运输量与价格变动情况，以 2011 年的数值为参考，定义其为 100。

■ 运输量指数保持上升。票价指数同比有所下滑，但环比不断改善，旺季效应逐渐显现。

图表 9：民航量价指数

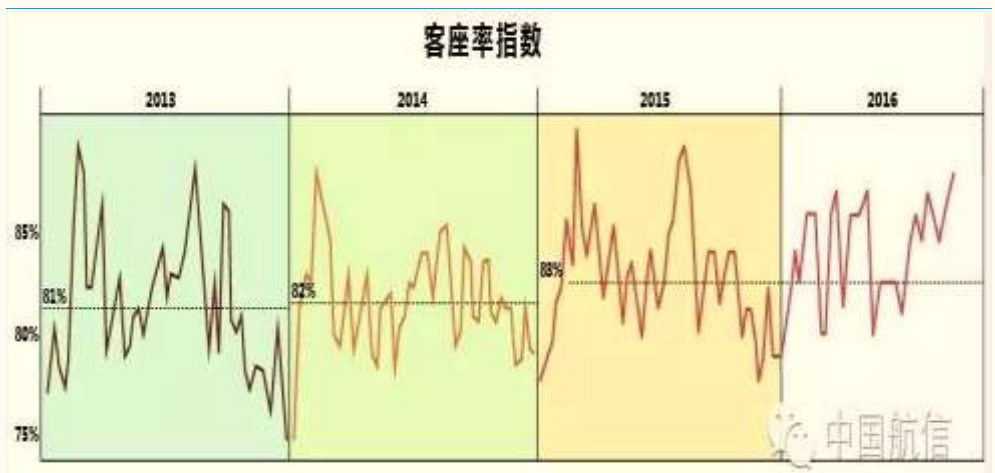


来源：中国航信，国金证券研究所

■ 客座率总体保持平稳。国际航线短期供过于求的影响，总体影响或有限。

从 6 月份客座率来看，三大航均有明显提升，国航，南航，东航分别同比上升 1.7%、1%、1.7%。市场重点关注的国际航线客座率，国航，南航，东航的 1-6 月累计同比数据分别为下降 0.8%、下降 0.15%、上升 0.2%，基本保持稳定。

图表 10：民航客座率指数平稳



来源：中国航信，国金证券研究所

春秋航空：运力增长恢复，汇兑损失影响小，业绩增长确定性高

运力增长恢复，仍偏重国际航线，泰国航线运力占比提升

- 飞机引进到位，运力增长恢复，将保障下半年收入增长。

公司机队规模，2015年底为52架，预计2016年末达到66架。今年上半年公司受制于飞机引进的限制，运力ASK同比增长约10.3%，明显低于去年同期。一直到6月下旬，8架飞机才开始陆续交付，运力增长的恢复将保障下半年的收入增长。

图表 11：主要航企的ASK同比增速



来源：wind，国金证券研究所

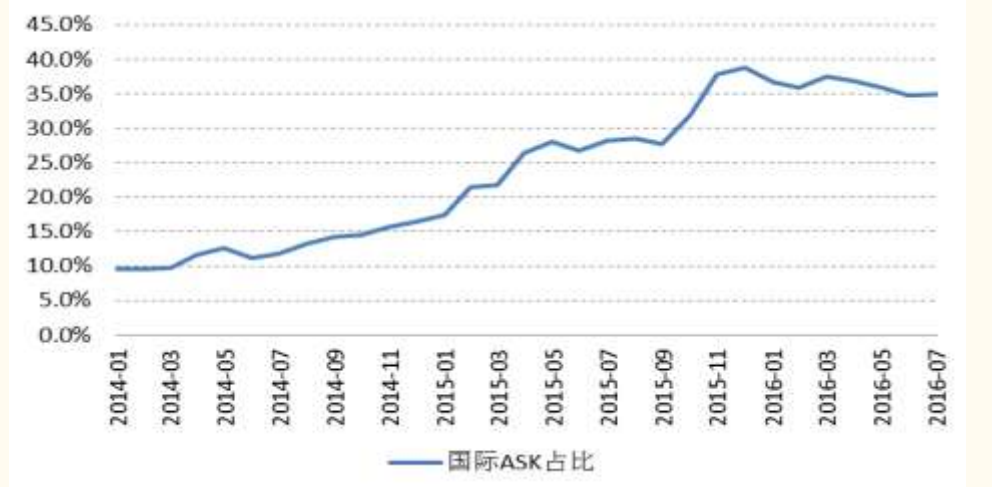
- 运力投放仍偏重国际航线，泰国航线运力占比提升。

国际航线盈利能力强，春秋航空国际航线运力占比不断提升，目前维持在高位，约为35%。

公司下半年的运力投放计划，依然偏重国际航线，延续泰国增量、继续开辟东南亚航点、和加大济州机场投放。

区域投放比例有调整。去年全行业运力主要增长在日本航线上，日本航线收益持续下滑，今年二季度后公司开始减少日本线的运力，逐步调整到了泰国航线。目前泰国航线的运力基本占17-18%，在国际航线中占比最高；日本次之，占13%左右。

图表 12：春秋航空国际ASK占比维持高位



来源：wind，国金证券研究所

- 国内市场，部分运力往外基地转移，搭建航空网络。

由于上海机场时刻受限，公司运力的增长除了恢复之前的一部分时刻外，新增运力主要放在了已有的其他基地，如沈阳和石家庄。石家庄机场的增量较大，目前公司在石家庄机场的增量超过石家庄机场全部增量的 1/4。

以日韩和泰国为目的地的出境游火爆，公司客座率稳定

- 近年来出境游持续火爆，上半年出境总人次出现暂时性下滑拐点，但剔除港澳台后，出国人次依然保持 22% 的增速。

参考国金旅游组的观点，2016 年上半年出境游累计为 5903 万人次，同比增长 4.3%，是过去 6 年首次大幅度跌破两位数。考虑出游港澳台的数据下滑（人次占比近 54%），剔除后，出国游依然维持高增速。

- 春秋航空的国际运力主要投放在日本、泰国和韩国。此三地的出境游人数维持高增长。

尤其泰国增长非常快，公司目前泰国航线的运力在国际航线中占比最高，将明显受益。

图表 13: 2000-2015 年出境游人数变化情况 (万人次)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 赴日韩和泰国的出境游人数 (万人次)



来源: 日韩等旅游局, 国金证券研究所

- 今年 1-7 月，公司客座率保持稳定，国际航线客座率已大幅回升。去年四季度，民航在国际航线加大运力投放，给公司带来的负面影响，基本消除，也反映了公司良好的调配与运营能力。

图表 15: 春秋航空客座率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 主要航企的客座率同比增速



来源: wind, 国金证券研究所

油价下降影响大，汇兑损失影响小

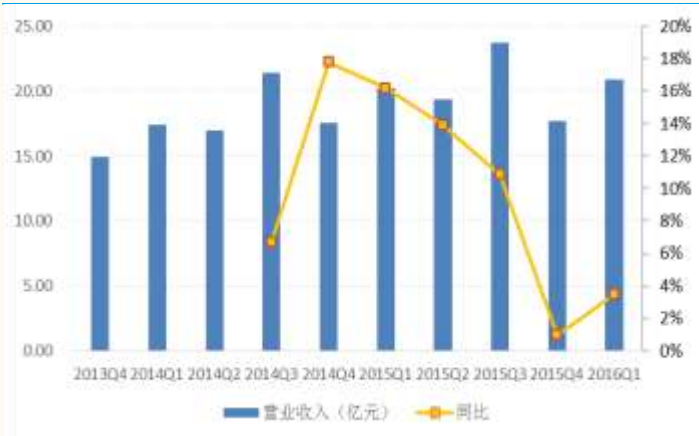
- 去年四季度与今年一季度，公司收入增速较低。主要是国际航线客座率在去年同期同比下滑较大，而今年上半年公司飞机引进节奏慢于计划，运力增长受限。
- 净利润方面，油价、票价和客座率的影响较大，而汇兑损失影响较小。

2015 年至今，公司均受益于燃油成本节省。2015 年公司航油成本为 19.4 亿元，同比减少 25%，节省 6.6 亿元。其中 **2015 年一季度与三季度，2016 年一季度**，公司整体和国际航线的客座率均基本保持稳定，净利润同比增速在 40% 以上。

国际航线运力占比提升，票价与客座率表现对公司业绩影响较大。**2015 年二季度**，叠加了公司国际航线客座率大幅上升，国际运力占比提升，净利润同比增速更高。而 **2015 年四季度**，由于民航全行业加大国际航线尤其日本航线的运力投放，日本航线的收益持续下滑，公司净利润同比下滑约 45%。

汇兑损失影响较小。2015 年由于汇率变动，人民币对美元贬值近 6%，公司汇兑损失约 7900 万元，对净利润影响的比例很小，也远远低于三大航。**2015 年三季度**，人民币对美元贬值近 4%，而公司单季度净利润创下新高。

图表 17：春秋航空单季度营业收入（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：春秋航空单季度净利润（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

油价同比降幅收窄，预计全年均价仍有较大下滑

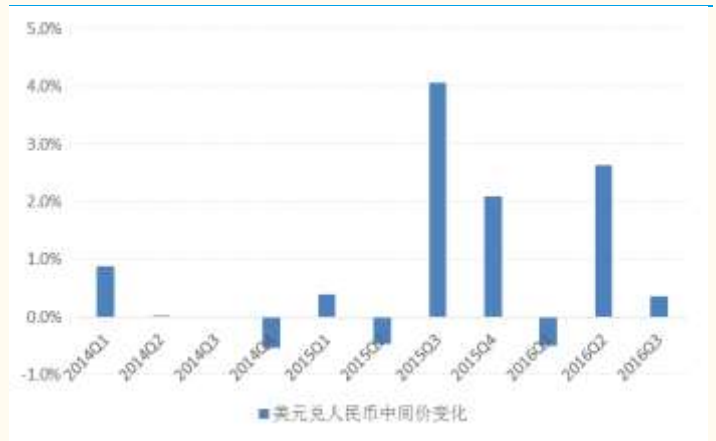
- 今年以来，油价同比降幅依然较大，仍将贡献业绩。2016 年 1-8 月，国内航油出厂价的均价，同比下降约 26%。从单季度数据来看，油价同比降幅在逐步收窄。
- 未来油价若上升，公司有良好的抗风险能力。公司作为低成本航空公司，具有高客座率，高单机座位数的优点。公司单机座位数比竞争对手多 30 个，同时客座率比行业高出 10 个百分点，单位座公里成本比竞争对手低 40%。如果油价上升到 60 美金/桶，公司燃油附加费可以覆盖燃油成本上涨。
- 汇兑损失对公司净利润影响较小。而从人民币对美元单季度贬值幅度来看，今年也是大概率同比改善。

图表 19: 国内航油出厂价的单季度均价 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 美元兑人民币中间价的单季度变化



来源: wind, 国金证券研究所

主要假设与财务预测

- 运力 ASK。公司计划在 2018 年末争取达到 100 架，对机队规模保守预测。今年上半年飞机引进节奏延缓，影响运力投放。考虑飞机引进节奏的不确定性，以及控制国际运力占比，保守预计 ASK 同比增速低于机队规模增速。运力依旧主投国际航线。
- 客座率。国际航线运力投放短期偏快，采取以价保量的策略，预计其客座率先下降，企稳后小幅上升。国内航线客座率基本保持稳定。
- 客公里收益，与票价紧密相关。由于油价同比依然有较大降幅，有降价空间，以及运力投放较快，以价保量，尤其是国际航线，因此假设 2016-2018 年，客公里收益均先有所下滑，再缓慢回升。
- 航油成本。假设 2016-2018 年的全年油价均价分别下滑约 20%，上升 5%，上升 10%。

图表 21：公司主要指标预测表

收入单位：百万	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
机队规模（架）	39	46	52	66	80	96
增速		17.9%	13.0%	26.9%	21.2%	20.0%
营业收入	6,564	7,328	8,094	8,806	9,902	11,352
增速		11.6%	10.5%	8.8%	12.4%	14.6%
收入客公里 RPK	16,494	18,270	22,176	25,373	28,956	32,417
国际航线	1,375	2,154	5,915	9,528	12,300	14,928
国内航线	14,049	15,132	15,308	14,986	15,752	16,540
港澳台地区	1,071	984	952	859	904	949
可用座公里 ASK	17,634	19,630	23,885	27,683	31,703	35,501
增速		11.3%	21.7%	15.9%	14.5%	12.0%
国际航线	1,548	2,471	6,713	10,937	14,119	17,037
增速		59.6%	171.6%	62.9%	29.1%	20.7%
国内航线	14,898	16,085	16,143	15,820	16,611	17,442
增速		8.0%	0.4%	-2.0%	5.0%	5.0%
港澳台航线	1,188	1,074	1,030	927	973	1,022
增速		-9.6%	-4.1%	-10.0%	5.0%	5.0%
客座率	93.5%	93.1%	92.8%	91.7%	91.3%	91.3%
国际航线	88.8%	87.2%	88.1%	87.1%	87.1%	87.6%
国内航线	94.3%	94.1%	94.8%	94.7%	94.8%	94.8%
港澳台航线	90.2%	91.6%	92.5%	92.7%	92.9%	92.9%
营业成本	5,712	6,245	6,466	6,962	7,902	9,173
增速		9.3%	3.5%	7.7%	13.5%	16.1%
其中：燃油成本	2,467	2,601	1,941	1,770	2,116	2,545
增速		5.4%	-25.4%	-8.8%	19.6%	20.3%
毛利	852	1,083	1,627	1,844	2,000	2,179
毛利率	13.0%	14.8%	20.1%	20.9%	20.2%	19.2%
增长率		27.1%	50.3%	13.4%	8.4%	8.9%
净利润	732	884	1,328	1,761	2,080	2,411
销售净利率	11.2%	12.1%	16.4%	20.0%	21.0%	21.2%
增长率		20.8%	50.2%	32.6%	18.2%	15.9%

来源：公司公告，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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	6,563	7,328	8,094	8,806	9,902	11,352	货币资金	1,475	2,400	3,095	3,212	3,527	4,018
增长率		11.6%	10.5%	8.8%	12.4%	14.6%	应收款项	223	268	822	869	917	890
主营业务成本	-5,712	-6,245	-6,466	-6,962	-7,902	-9,173	存货	42	43	55	57	61	65
%销售收入	87.0%	85.2%	79.9%	79.1%	79.8%	80.8%	其他流动资产	177	211	293	328	327	353
毛利	851	1,083	1,627	1,844	2,000	2,179	流动资产	1,916	2,922	4,264	4,466	4,831	5,326
%销售收入	13.0%	14.8%	20.1%	20.9%	20.2%	19.2%	%总资产	25.0%	25.9%	26.6%	24.8%	24.1%	23.9%
营业税金及附加	-14	-15	-24	-26	-30	-34	长期投资	98	110	95	95	95	95
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	4,349	6,884	10,146	11,883	13,519	15,254
营业费用	-153	-184	-233	-238	-243	-250	%总资产	56.8%	61.1%	63.3%	66.1%	67.6%	68.5%
%销售收入	2.3%	2.5%	2.9%	2.7%	2.5%	2.2%	无形资产	351	417	505	500	504	506
管理费用	-149	-163	-195	-185	-198	-216	非流动资产	5,735	8,340	11,765	13,508	15,178	16,955
%销售收入	2.3%	2.2%	2.4%	2.1%	2.0%	1.9%	%总资产	75.0%	74.1%	73.4%	75.2%	75.9%	76.1%
息税前利润 (EBIT)	536	720	1,175	1,395	1,530	1,679	资产总计	7,651	11,261	16,029	17,975	20,009	22,280
%销售收入	8.2%	9.8%	14.5%	15.8%	15.4%	14.8%	短期借款	700	2,789	2,584	2,875	2,600	2,150
财务费用	-81	-98	-154	-139	-134	-124	应付款项	1,026	1,003	1,845	1,755	1,977	2,273
%销售收入	1.2%	1.3%	1.9%	1.6%	1.4%	1.1%	其他流动负债	501	425	549	631	678	732
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	2,228	4,217	4,979	5,260	5,255	5,155
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,961	2,329	3,354	3,354	3,354	3,354
投资收益	-22	-81	-117	-50	10	20	其他长期负债	719	1,162	1,157	1,100	1,100	1,100
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	0.4%	0.6%	负债	4,908	7,708	9,489	9,714	9,708	9,608
营业利润	433	540	904	1,206	1,405	1,575	普通股股东权益	2,743	3,553	6,540	8,261	10,301	12,672
营业利润率	6.6%	7.4%	11.2%	13.7%	14.2%	13.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	554	675	900	1,080	1,296	1,556	负债股东权益合计	7,651	11,261	16,029	17,975	20,009	22,280
税前利润	987	1,216	1,804	2,287	2,702	3,131	比率分析						
利润率	15.0%	16.6%	22.3%	26.0%	27.3%	27.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-255	-332	-476	-526	-621	-720	每股指标						
所得税率	25.8%	27.3%	26.4%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	2.441	2.947	1.660	2.201	2.601	3.014
净利润	732	884	1,328	1,761	2,080	2,411	每股净资产	9.143	11.844	8.175	10.326	12.876	15.840
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	5.121	3.588	2.013	1.538	2.172	2.533
归属于母公司的净利润	732	884	1,328	1,761	2,080	2,411	每股股利	0.000	0.240	0.000	0.050	0.050	0.050
净利率	11.2%	12.1%	16.4%	20.0%	21.0%	21.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.69%	24.88%	20.30%	21.32%	20.20%	19.03%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	9.57%	7.85%	8.28%	9.80%	10.40%	10.82%
净利润	732	884	1,328	1,761	2,080	2,411	投入资本收益率	7.35%	6.03%	6.92%	7.42%	7.25%	7.12%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	302	337	416	466	570	673	主营业务收入增长率	16.54%	11.64%	10.45%	8.81%	12.45%	14.64%
非经营收益	61	131	207	-864	-1,132	-1,405	EBIT 增长率	23.92%	34.34%	63.34%	18.71%	9.64%	9.78%
营运资金变动	442	-275	-340	-133	219	347	净利润增长率	17.23%	20.75%	50.18%	32.61%	18.15%	15.89%
经营活动现金净流	1,536	1,076	1,610	1,230	1,738	2,026	总资产增长率	9.29%	47.18%	42.33%	12.14%	11.32%	11.35%
资本开支	-713	-2,446	-3,188	-1,127	-934	-884	资产管理能力						
投资	-89	-93	-104	0	0	0	应收账款周转天数	2.7	3.4	3.9	4.0	3.8	3.6
其他	-29	135	-100	-50	10	20	存货周转天数	2.6	2.5	2.8	3.0	2.8	2.6
投资活动现金净流	-832	-2,404	-3,393	-1,177	-924	-864	应付账款周转天数	13.7	12.2	15.3	15.0	15.0	15.0
股权募资	0	0	1,755	0	0	0	固定资产周转天数	211.3	217.8	264.2	285.8	285.0	275.4
债权募资	-544	2,369	595	251	-274	-450	偿债能力						
其他	-276	-123	179	-186	-225	-221	净负债/股东权益	43.26%	76.50%	43.48%	36.51%	23.56%	11.72%
筹资活动现金净流	-820	2,246	2,528	64	-499	-671	EBIT 利息保障倍数	6.6	7.3	7.6	10.0	11.4	13.5
现金净流量	-115	918	746	117	315	491	资产负债率	64.15%	68.45%	59.20%	54.04%	48.52%	43.12%

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	2015-12-17	买入	58.69	80.00~100.00
2	2016-03-09	买入	42.14	56.00~60.00
3	2016-04-29	买入	46.38	56.00~60.00
4	2016-06-01	买入	50.07	64.00~65.00

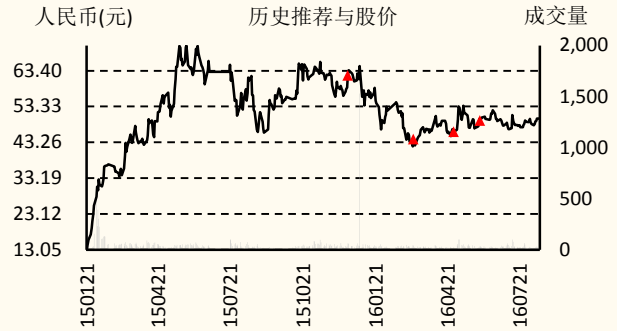
来源：国金证券研究所

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