

## 上海机场 (600009.SH)

评级: 买入 维持评级

公司研究

市场价格 (人民币): 26.58 元  
 目标价格 (人民币): 34.00-35.00 元

## 雾霾将消散, 而今起飞从头越

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)	51,218.56
年内股价最高最低(元)	31.63/25.22
沪深 300 指数	3493.70
上证指数	3232.88



## 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	1.706	1.957
每股净资产(元)	9.58	10.54	11.65	12.99	14.57
每股经营性现金流(元)	1.55	1.66	1.74	2.00	2.22
市盈率(倍)	18.04	22.47	18.08	15.58	13.58
行业优化市盈率(倍)	20.03	28.81	26.23	26.23	26.23
净利润增长率(%)	11.89%	20.80%	11.88%	16.08%	14.69%
净资产收益率(%)	11.35%	12.46%	12.61%	13.13%	13.43%
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

■ **外线带动枢纽流量, 航空主业稳步增长:** 浦东机场是全国唯一拥有一条四跑道机场, 随着 T1 航站楼改造和三期扩建工程竣工, 产能利用率仅为 75%。作为门户复合枢纽, 积极发展国际航线, 国际旅客需求强劲, 2016 年上半年, 国际线旅客同比增幅达 16.5%。同时受益于迪士尼开园, 预计有望保持国际线 10% 以上高增长, 支撑业务量持续推进, 推动航空收入稳步增长。

■ **商业反弹利好非航业务, 打造商业城:** T1 航站楼改造后投入使用, 同样使得商业面积扩大, 促使商业租赁收入增速反弹, 2016 年上半年收入同比增长 12.5%。另外, 浦东机场国际旅客占比居于国内之首, 人均机场消费高, 商业租赁收入对于旅客吞吐量敏感性较高, 也为非航收入的增长提供优势。浦东机场具有发展成为机场商业城优势, 盈利能力和估值水平有望向国际大型枢纽机场靠拢。

■ **投资收益预期向好, 增厚业绩:** 长期以来, 投资收益都是上海机场净利润重要来源。2016 年上半年, 浦东机场投资收益为 4.1 亿元, 占净利润比重达到 29%。投资收益未来预期向好, 其中, 德高动量受益于广告空间释放, 业务范围扩展, 业绩增速有望重回正轨; 航空油料不惧油价波动, 经营良好, 持续推动公司业绩上升。

■ **ROE 处于上升通道, 长期具有估值溢价:** (1) 上海机场行业龙头地位稳固, 借助自身枢纽机场定位, 净利率不断提升。由于国际线占比高, 并且收费标准高于国内航线, 上海机场具有较强盈利能力, 2016 年前三季度 ROE 为 9.5%, 在机场板块处于第一集团。(2) 上海机场具有独特的资源优势 (枢纽机场、国际线、迪士尼、自贸区), 并且最接近国际领先机场商业城经营模式, 盈利能力有逐步上升趋势, 预计在中长期享有估值溢价。

## 投资建议

■ 上海机场今年收到处罚, 下半年时刻没有增加, 明年利空因素将逐步消除。公司产能充裕, 国际线占比高, 盈利能力强, 净利率稳步增长, ROE 处于上升通道。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.47 元、1.71 元、1.96 元, 对应 PE 分别为 18 倍、16 倍、14 倍, 维持“买入”评级。

## 风险

■ 经济增长下行, 国际航线需求增速不及预期; 连续出现恶劣气候影响飞机正常起降; 地面交通分流上海航空客运业务等。

## 相关报告

1. 《低估值, 盈利能力强劲, 攻守平衡-上海机场公司点评》, 2016.11.30
2. 《国际航线占比持续提升, 投资收益明显增长-上海机场中报点评》, 2016.8.28
3. 《内生增长强劲, 低估值高收益适合价值配置-上海机场 6 月份经营数据...》, 2016.7.10
4. 《国际航线持续高增长, 迪斯尼助力航空/非航业务-上海机场一季报...》, 2016.4.20
5. 《业务提升支撑稳定增长, 迪斯尼提振锦上添花-上海机场公司深度研...》, 2016.2.11

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

## 内容目录

外线带动枢纽流量，航空主业稳步增长.....	3
改造扩建并行，运能改善.....	3
外线驱动流量，期待高增长.....	4
迪士尼开园，为流量提供新动力.....	5
商业反弹利好非航业务，打造商业城.....	6
商业面积扩充，租赁收入重回正轨.....	6
国际线旅客人均消费高，带动非航收入快速增长.....	6
借鉴全球成熟机场，目标成为商业城.....	7
投资收益预期向好，增厚业绩.....	8
ROE 处于上升通道，长期具有估值溢价.....	9
估值：业绩持续上升，维持“买入”评级.....	10
风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1：2006-2016 H1 年起降架次稳步增长.....	3
图表 2：2006-2016 H1 年旅客吞吐量平稳提高.....	3
图表 3：浦东机场起降架次提升空间充裕.....	3
图表 4：三期扩建工程竣工后浦东机场产能利用率对比.....	3
图表 5：旅客吞吐量分地区月度增速.....	4
图表 6：2016 H1 国际及地区旅客占比达到 51%.....	4
图表 7：2016 H1 亚太枢纽机场业务量增长率.....	4
图表 8：浦东机场国际通航点.....	5
图表 9：迪士尼将为浦东机场每年带来 432 万人次客流量.....	5
图表 10：商业租赁收入增长呈现反弹趋势.....	6
图表 11：2016 H1 各项主营业务收入占比.....	6
图表 12：浦东机场国际及地区线占比全国第一.....	7
图表 13：浦东机场与首都机场人均商业消费对比.....	7
图表 14：上海机场与国际枢纽机场盈利能力及估值对比.....	7
图表 15：投资收益为上海机场净利润重要来源.....	8
图表 16：德高动量投资收益趋势扭转.....	9
图表 17：航空油料投资收益增速大幅提高.....	9
图表 18：上海机场 2016 Q3 盈利能力可观.....	9
图表 19：上海机场 2012 年至今盈利能力处于上升通道.....	9
图表 20：上海机场 PE Band.....	10

## 外线带动枢纽流量，航空主业稳步增长

### 改造扩建并行，运能改善

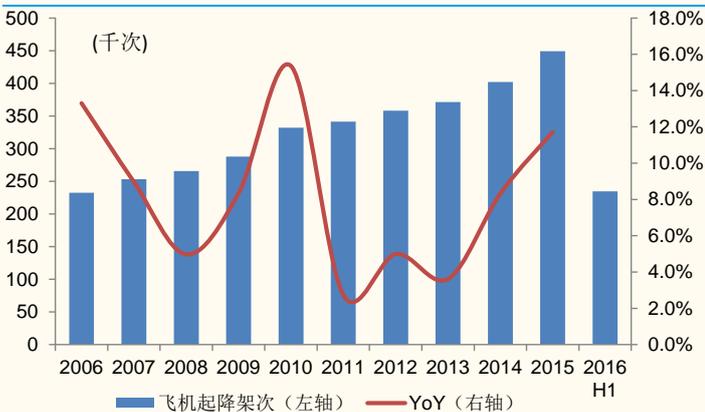
■ 2016 年上半年，公司在面临高位运行的压力下，生产指标稳步增长，实现飞机起降 23.5 万架次，同比增长 8.0%；旅客吞吐量 3,204.2 万人次，同比增长 10.5%；货邮吞吐量 159.9 万吨，同比增长 1.6%。

■ 浦东机场作为全国唯一拥有四条跑道的机场，与国内其他大型机场相比，起降架次资源充裕，仍有提升空间。高峰小时起降最高为 76 架次/小时，利用率不到 85%。

2015 年旅客吞吐量达到 6010 万人次，完成 2011 版总体规划。随着浦东机场 T1 航站楼改造完成并投入使用，航班中转效率将大幅提升，旅客吞吐能力预计提升 1680 万人次。2016 年上半年，T1 航站楼中转旅客量同比增长 34%。同时，浦东机场正在进行第三期扩建工程，待 2019 年竣工，浦东机场可满足年旅客吞吐量 8,000 万人次的运行需求。

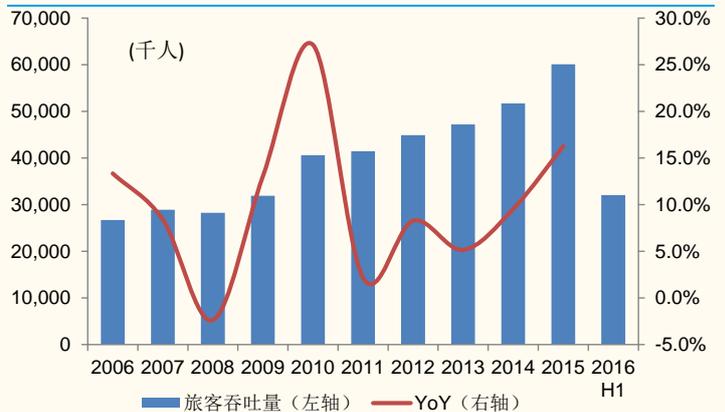
■ 产能的改善，为满足上海地区航空业务发展的需要奠定基础。当今后产能释放周期来临，公司流量不会外溢，仍会保持强劲增长势头，利好公司主营业务收入。

图表 1：2006-2016 H1 年起降架次稳步增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2006-2016 H1 年旅客吞吐量平稳提高



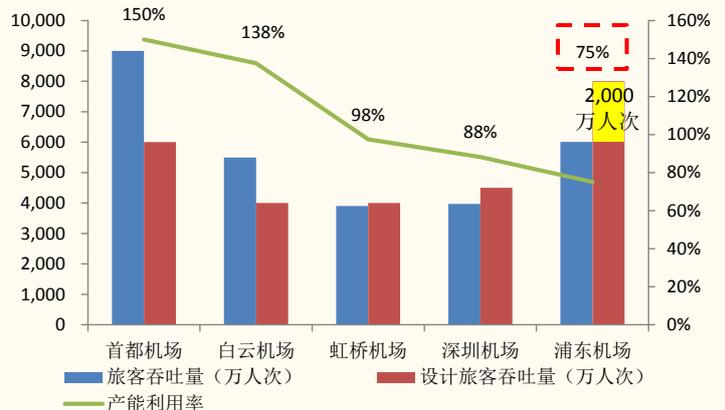
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：浦东机场起降架次提升空间充裕

机场	2015年起降架次 (万次)	跑道数量	每日每跑道平均起降架次 (次)
浦东机场	44.92	4	308
白云机场	40.97	3	374
深圳机场	30.55	2	418
首都机场	59.02	3	539
香港机场	40.60	2	556

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：三期扩建工程竣工后浦东机场产能利用率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

### 外线驱动流量，期待高增长

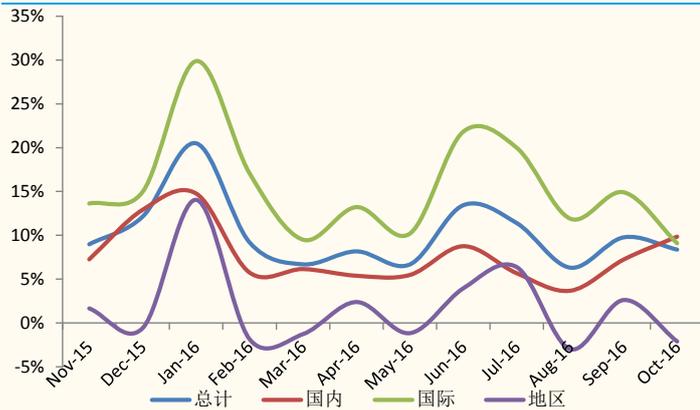
- 上海是中国经济中心，地处中国东部沿海，以长三角地区为经济腹地。与欧美主要城市航行时间约 10 小时，与亚洲主要城市航行时间 5 小时内，航程适中，具备成为门户机场的经济与地理条件。
- 长期以来，国际线旅客吞吐量增速高于总体增速，国际线旅客是带动浦东机场流量增长的重要驱动因素。国内出境游依然火热，国外商务及游玩旅客也日渐增多，国际及地区线占比超过 50%，保持全国第一。

为推进浦东机场枢纽建设，2016 年上半年，浦东机场新增 5 家国际客运航空公司及 6 个国际客运通航点，国际航线网络更趋完善。其中国际及地区旅客吞吐量达到 1641 万人次，同比增长 13.5%。展望未来，浦东机场受益于自贸区地位，并且迪士尼步入正轨，伴随产能逐步扩容，预期国际及地区流量有望继续稳步增长。

- 浦东机场由于产能限制无忧，业务量增长明显高于首都、白云以及亚太地区其他枢纽机场。并且在虹桥机场产能饱和的情况下，浦东机场享受其溢出流量，进一步增添航空业务增长动力。

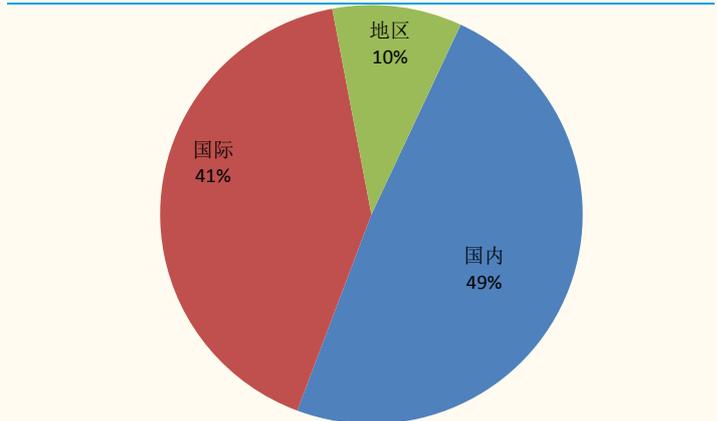
虽然由于生产数据不符合要求，民航局自今年 6 月停止受理浦东机场加班、包机和新增航线航班申请，增速有所放缓，不过这只是暂时性处理，在浦东机场优化时刻资源配置，提高准点率措施落实后，预计长期影响有限。

图表 5：旅客吞吐量分地区月度增速



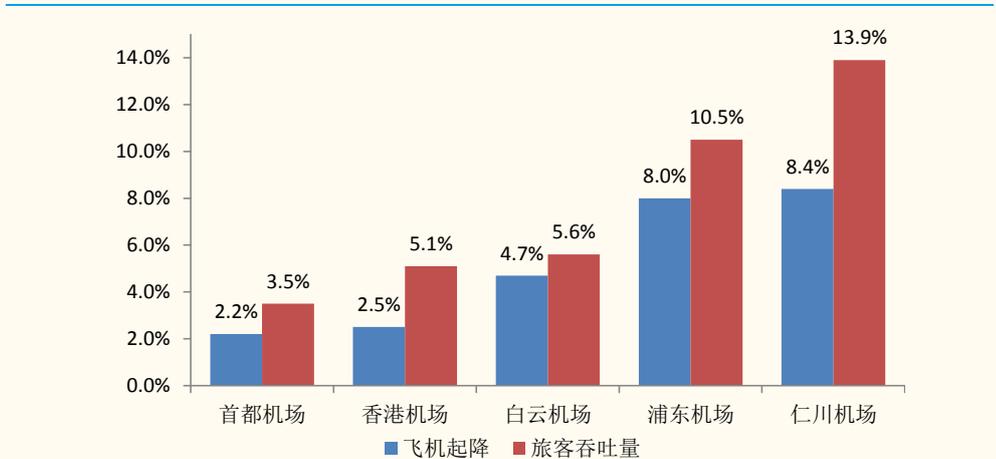
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2016 H1 国际及地区旅客占比达到 51%



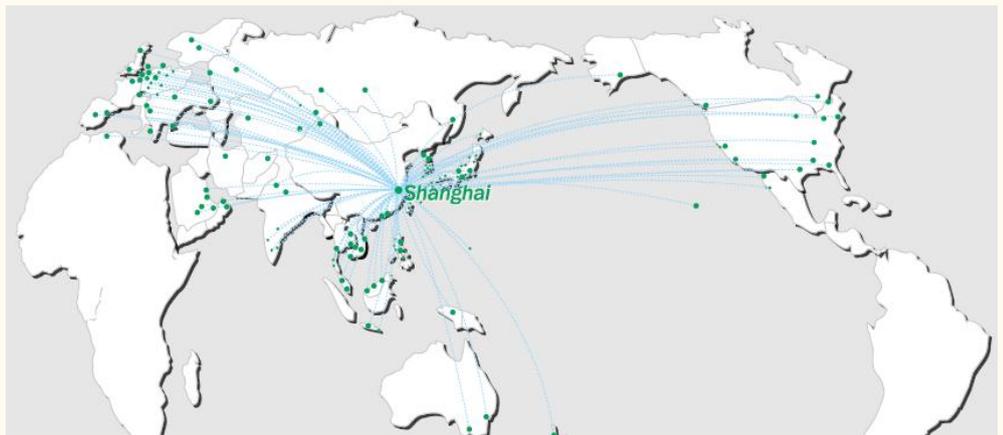
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：2016 H1 亚太枢纽机场业务量增长率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8: 浦东机场国际通航点



来源: 公司官网, 国金证券研究所

### 迪士尼开园, 为流量提供新动力

- 2016年6月, 投资规模达55亿美元的上海迪士尼开园。截止10月, 上海迪士尼客流量已超过400万。类比相似经验, 同属亚洲的日本东京迪士尼, 首年度就创下了1036万人次的客流记录。并且上海迪士尼面积为东京迪士尼2倍, 乐观预计上海迪士尼年均客流量可达2000万人次, 浦东机场业务量将显著受益。
- 由于浦东机场距离迪士尼乐园仅12公里, 有望成为国际游客, 甚至国内乘机前往上海游客首选抵达点。以上海世博会为参照, 2010年浦东机场旅客吞吐量和飞机起降同比增长27%和15%, 而且上海迪士尼将为浦东机场带来长期稳定的客流。不仅如此, 迪士尼乐园物资运输枢纽也有望首选浦东机场, 浦东机场的货邮相关收入也有望持续获益。
- 经中性假设测算, 迪士尼将为浦东机场每年带来432万人次客流量, 占比2015年全年旅客吞吐量7.2%。

图表 9: 迪士尼将为浦东机场每年带来432万人次客流量

	保守	中性	乐观
入园人数 (万人)	1000	1500	2000
非沪本地游客比例	80%	80%	80%
非沪本地游客人数 (万人)	800	1200	1600
航空来沪比例	60%	60%	60%
航空来沪人数 (万人)	480	720	960
选择浦东机场达到比例	60%	60%	60%
选择浦东机场达到人数 (万人)	288	432	576
占比2015年客流量	4.8%	7.2%	9.6%

注: 红字均为假设

来源: 互联网, 国金证券研究所

## 商业反弹利好非航业务，打造商业城

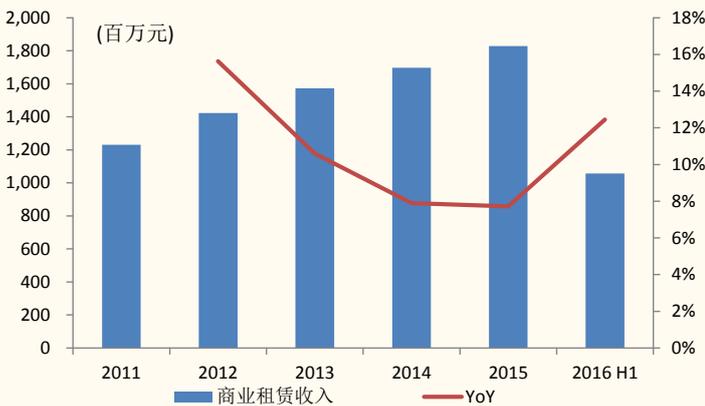
### 商业面积扩充，租赁收入重回正轨

- 浦东机场长期积极发展非航业务，2016 年上半年，非航收入占比营业收入达 48.7%。非航收入包括 1) 商业租赁收入，2016 年上半年占比已超过营业收入 30%；2) 其他非航收入（航站楼内物业出租、停车服务、为地面代理公司提供地面设施服务等），两者都主要与机场空间密切相关。

商业租赁虽然收入逐年增长，但增速却在逐渐放缓，2015 年同比增速仅为 7.72%，主要原因即为航站楼商业空间饱和，并且 T1 航站楼的改造施工也造成一定负面影响。

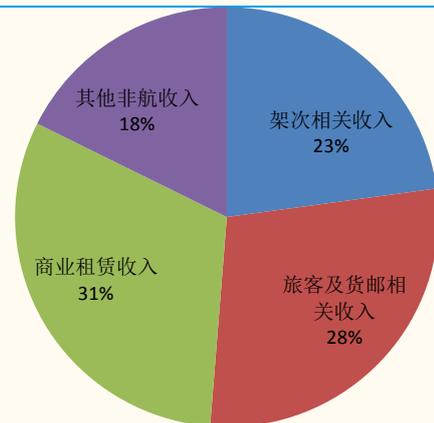
- 不过，T1 航站楼改造工程总建筑面积达 116,070 平方米，商业改造设计采取一次规划，分步实施的方案，其竣工投入使用后，商业租赁收入开始呈现反弹趋势。仅 2016 年上半年，已完成商业租赁收入 10.56 亿元，同比增长 12.5%，与 2015 年全年相比，上涨近 5 个百分点。随着之后商业面积不断扩容，商业租赁收入将要重新步入高速增长正轨。另外，当三期扩建工程完工，其他非航业务经营面积也将得到释放，非航收入中长期有望加速增长。

图表 10：商业租赁收入增长呈现反弹趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2016 H1 各项主营业务收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

### 国际线旅客人均消费高，带动非航收入快速增长

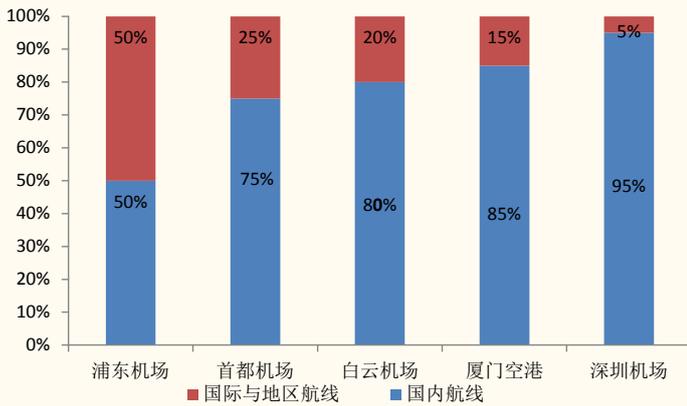
- 机场商业通过委托经营、特许经营等方式，向商家收取租金和利润分成。当旅客人数增长时，可以吸引到更多人消费，促进非航收入增长。

另一方面，当机场旅客人均消费增长，机场同样可以向商家收入更多的利润分成。所以旅客人均消费也是机场能够增加商业收入的重要驱动因素。依据经验，机场旅客中，国际线旅客具有经济实力较强、机场消费能力和意愿较高等特点。

- 由此可知，机场如果国际线旅客占比高，会带动人均机场消费升高，从而提升餐饮、零售等非航租赁收入。上文提到，浦东机场国际及地区线旅客全国第一，这造成浦东机场人均消费高于国内其他机场的局面。

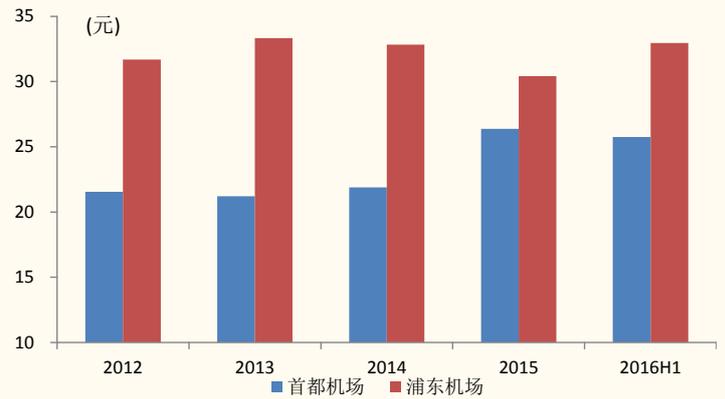
浦东机场 2016 年上半年旅客人均消费 33.0 元/人，首都机场由于国际及地区线占比 25%，只有浦东机场一半，旅客人均消费仅 25.8 元/人。这意味着，浦东机场商业租赁收入对于旅客吞吐量敏感性较高，伴以浦东机场国际流量的高增速，非航收入将以更快速度增长。

图表 12: 浦东机场国际及地区线占比全国第一



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 浦东机场与首都机场人均商业消费对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

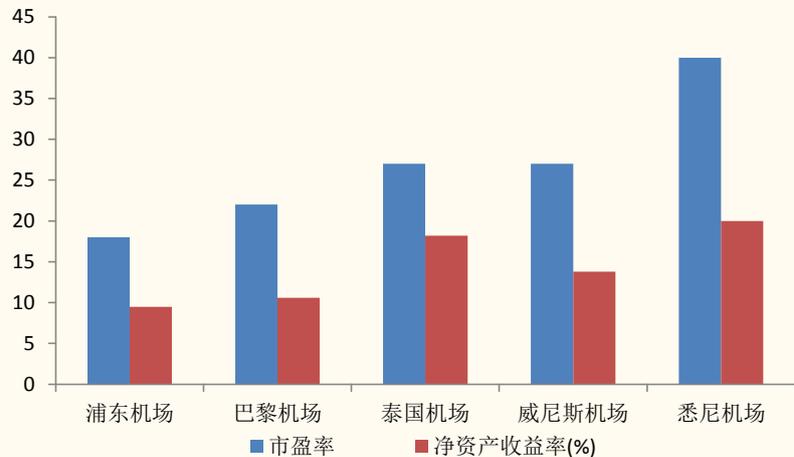
### 借鉴全球成熟机场, 目标成为商业城

- 发达国家已建成多家成熟大型枢纽机场, 可供上海机场借鉴。这些机场国际旅客占比极高, 发展成为航空、商业休闲功能齐全的商业城, 形成通过航空主业实现收支平衡, 发展非航收入赚取利润的经营模式。2015 年全球非航收入 530 亿美元, 占总收入的 50%。英国曼彻斯特机场非航收入已发展至占总收入的 67%, 香港国际机场这一比例更是达到 70%。
- 上海机场由于航空业务长期受限于高基数, 增长将趋于稳定, 商业租赁等非航收入将成为未来业绩发展重点。纵观全国, 浦东机场最具有发展成为商业城的潜质: (1) 地处长三角, 腹地经济发达, 地利优势明显, 国际线旅客众多, 高端消费拉动, 目标成为大型枢纽机场; (2) 商业面积达 3 万平方米, A 股上市机场中领先, 且未来仍不断有新增商业空间投放; (3) 浦东机场持续扩展非航业务, 2015 年非航收入占总收入 49%, 虽然较国际成熟机场还有提升空间, 但在 A 股上市机场中同样处于领先地位。

上海机场商业价格仍有潜力, 2012 年每平方米商业面积每年贡献 6 万元, 低于香港机场 9 万元的水平。

- 上海机场盈利能力和估值水平, 与国际成熟上市机场相比, 如巴黎机场和悉尼机场, 仍然存有潜力。目前国际机场 PE 平均估值水平达到 35 倍, ROE 也高于上海机场。在中长期, 浦东机场若成功向发达国家大型枢纽机场靠拢, 进行经营模式改革, 目标成为商业城, 继续增加非航收入比例, 将进一步提高其盈利能力和估值水平。

图表 14: 上海机场与国际枢纽机场盈利能力及估值对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 投资收益预期向好，增厚业绩

- 上海机场投资收益主要来源为德高动量广告公司和航空油料公司，合计占比达到 95%。并且长期以来，投资收益是上海机场净利润重要来源，2016 年上半年，投资收益为 4.1 亿元，占净利润 29%。
- 上海机场通过机场广告公司间接持股德高动量 50% 股份，主要通过德高动量广告公司在上海浦东机场和虹桥机场的广告业务，分红产生利润。近期德高动量投资收益连年下滑，主要原因在于两家机场广告空间接近饱和，加之浦东 T1 航站楼改建施工，广告业务进一步遭受挤压所致。

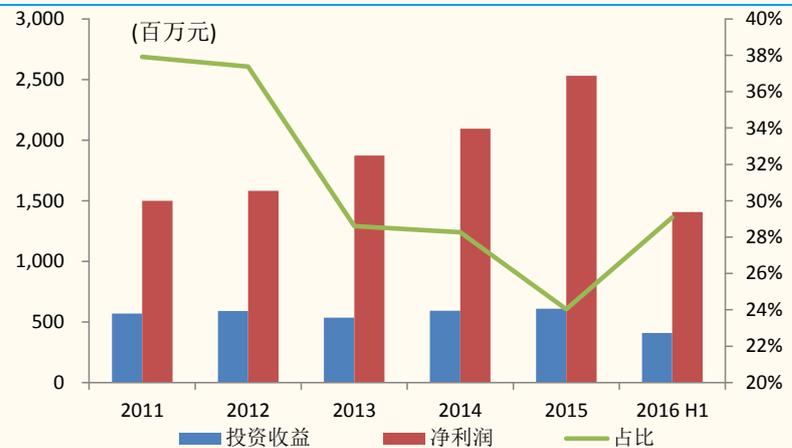
随着 T1 航站楼改造完成投入使用，广告空间也将得以释放。2016 年上半年，德高动量重新录得增长，上海机场获得投资收益 1.5 亿元，同比增幅 3.8%。并且德高动量积极拓展业务范围，面向全国范围内其他有需求的机场，业绩预计重回正轨。

- 航空油料有限公司是浦东机场重要的参股联营企业，直接持股 40%，主营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以及提供相关产品的技术服务。公司利润受国际原油价格波动影响较大，但公司却在 2014 年国际油价大跌时，利润获得增长，可见航空油料管理层对国际油价波动做出正确应对措施，经营良好。

2015 年投资收益 2.73 亿元，同比增长 7.7%，维持上一年水平，并且在 2016 年上半年航空油料投资收益录得 52% 的大幅增长。展望 2017 年，OPEC 八年来首次达成减产协议，市场预期国际油价进入上升通道，更加利好航油公司的业绩，预计航空油料投资收益会在之前基础上持续增长。

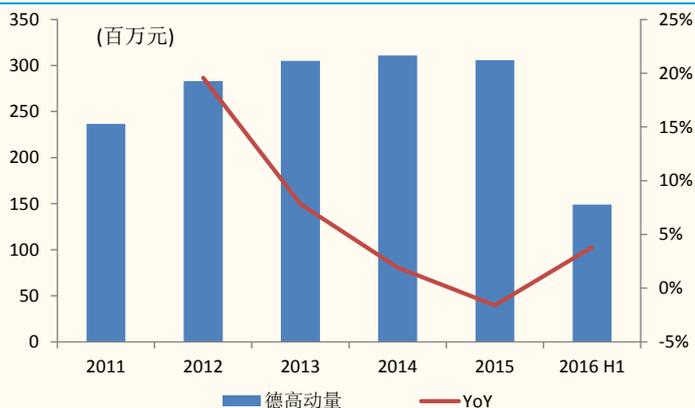
- 近期由于公司毛利率不断提高，并且主要来源公司业绩趋缓，投资收益占净利润比重稍有下降，2015 年比重为 24%。不过，随着德高动量和航空油料预期经营向好，收益回稳，投资收益对于净利润的增厚作用将越发突出。

图表 15：投资收益为上海机场净利润重要来源



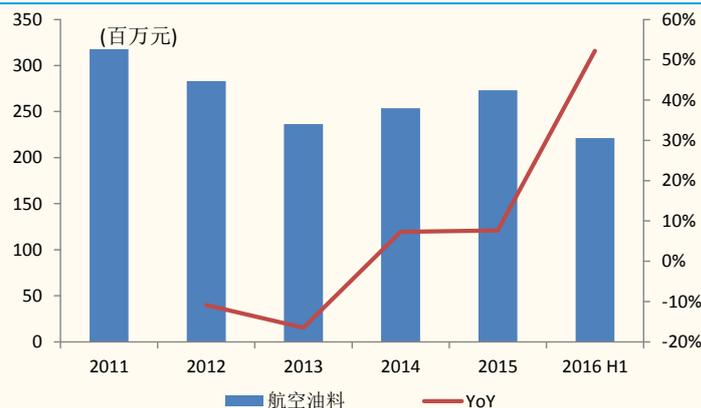
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16: 德高动量投资收益趋势扭转



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 航空油料投资收益增速大幅提高

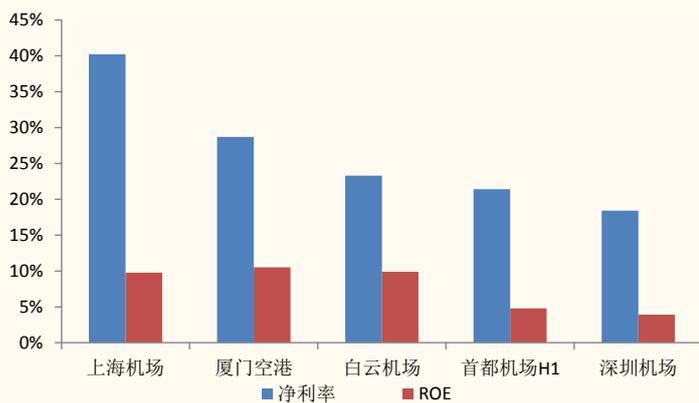


来源: 公司公告, 国金证券研究所

### ROE 处于上升通道, 长期具有估值溢价

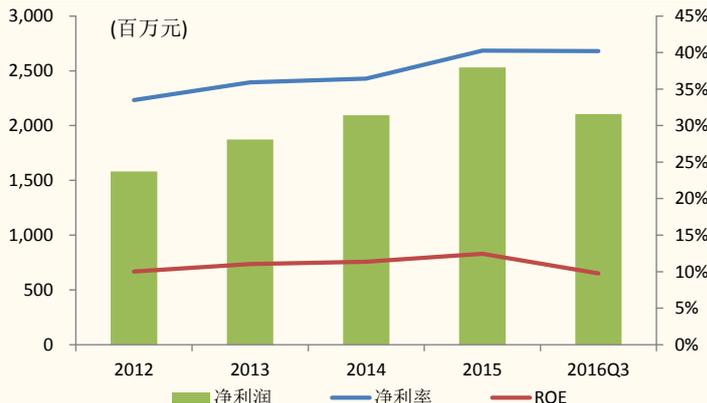
- 近年来, 上海机场年旅客吞吐量跃居全国第二, 行业龙头地位稳固, 借助自身枢纽机场定位, 营业收入增速维持在 10% 左右, 毛利率不断提升, 从 2012 年 38% 增长至 46%。各项费用波动较小, 配合投资收益增厚效应, 净利润增长稳定。2016 前三季度, 上海机场实现归属母公司净利润 14.1 亿元, 同比增长 9.8%, 净利润率达到了 42.3%, 明显高于其他国内机场。
- 上海机场 ROE 处于上升通道。由于 (1) 民航局对于国际航线收费标准大幅高于国内航线, (2) 产能释放, 国际线旅客占比提升, (3) 目标成为商业城, 非航盈利中长期靠拢国际成熟机场, (4) 迪士尼及自贸区效应逐渐凸显, 上海机场具有较强盈利能力。2016 年前三季度 ROE 为 9.5%, 在机场板块处于第一集团。与之前年度相比, 由于 T1 航站楼改造完成投入使用, 折旧费用增加, 以及三期扩建工程资本开支增加, ROE 略有下降, 但是上海机场拥有以上优势, 其他枢纽机场并不具备。长期来看, 上海机场行业蓝筹龙头地位将得到保持。

图表 18: 上海机场 2016 Q3 盈利能力可观



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 上海机场 2012 年至今盈利能力处于上升通道



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 上海机场目前 PE 估值在 20 倍左右, 处于行业中游, 低于深圳机场, 略高于白云、厦门机场。但考虑到白云机场产能饱和、受到香港机场分流影响, 厦门机场仅为干线机场、放量缓慢, 上海机场相比具有独特的资源优势 (门户复合枢纽机场、国际线旅客占比高、迪士尼和自贸区效应), 并且经营模式最接近国际领先枢纽机场, 盈利能力和估值水平有逐步上升趋势, 与商业城类型机场接轨, 预计在中长期享有估值溢价。

另外，上海机场目前的 PE 估值处在自身历史地位，在不断增厚的业绩共同推动下，作为行业龙头优质蓝筹股，适合价值配置。

图表 20: 上海机场 PE Band



来源: wind, 国金证券研究所

### 估值：业绩持续上升，维持“买入”评级

- 上海机场作为我国三大门户复合枢纽之一，以旅客为中心，努力成为世界大型枢纽机场，业绩领跑航空机场行业。我们认为：（1）随着 T1 航站楼的投入使用，产能富裕，以及迪士尼和自贸区提供流量，未来三年旅客吞吐量、起降架次有望继续高速增长，持续带动公司航空业务收入突破新高；（2）T1 航站楼扩建后的新增商业面积、国际线旅客消费带动，具备商业优势，有望推动非航收入稳定较高增长；（3）德高动量和航空油料的投资收益向好，增厚公司业绩。
- 基于以上假设，公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.47 元、1.71 元、1.96 元，对应 PE 分别为 18 倍、16 倍、14 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 经济增长下行，国际航线需求增速不及预期；连续出现恶劣气候影响飞机正常起降；地面交通分流上海航空客运业务等。

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	5,215	5,751	6,285	7,093	8,012	9,014	货币资金	6,676	8,960	10,414	12,211	13,598	15,998
增长率		10.3%	9.3%	12.9%	12.9%	12.5%	应收款项	793	874	901	985	1,113	1,252
主营业务成本	-2,923	-3,234	-3,398	-3,774	-4,149	-4,565	存货	18	19	20	22	24	26
%销售收入	56.1%	56.2%	54.1%	53.2%	51.8%	50.6%	其他流动资产	121	127	300	311	312	314
毛利	2,292	2,517	2,888	3,320	3,862	4,449	流动资产	7,608	9,981	11,634	13,530	15,047	17,590
%销售收入	43.9%	43.8%	45.9%	46.8%	48.2%	49.4%	%总资产	36.4%	43.4%	45.4%	48.2%	49.2%	51.6%
营业税金及附加	-116	-124	-133	-156	-176	-198	长期投资	1,796	1,833	2,342	2,242	2,142	2,042
%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	11,949	13,047	14,106
营业费用	-16	-15	-12	-14	-16	-18	%总资产	53.0%	46.3%	44.1%	42.6%	42.7%	41.4%
%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	-241	-272	-306	非流动资产	13,310	13,034	14,006	14,542	15,543	16,505
%销售收入	3.6%	4.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	%总资产	63.6%	56.6%	54.6%	51.8%	50.8%	48.4%
息税前利润 (EBIT)	1,969	2,126	2,531	2,908	3,398	3,927	<b>资产总计</b>	<b>20,918</b>	<b>23,015</b>	<b>25,639</b>	<b>28,071</b>	<b>30,590</b>	<b>34,095</b>
%销售收入	37.8%	37.0%	40.3%	41.0%	42.4%	43.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	6	88	185	150	203	264	应付款项	580	797	1,337	1,402	1,544	1,701
%销售收入	-0.1%	-1.5%	-2.9%	-2.1%	-2.5%	-2.9%	其他流动负债	594	895	1,102	1,168	1,305	1,445
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0	流动负债	1,174	1,691	2,439	2,570	2,849	3,146
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	536	592	608	681	765	857	其他长期负债	2,497	2,498	2,503	2,503	2,003	2,003
%税前利润	21.3%	21.1%	18.0%	18.2%	17.5%	17.0%	<b>负债</b>	<b>3,671</b>	<b>4,190</b>	<b>4,942</b>	<b>5,073</b>	<b>4,852</b>	<b>5,148</b>
营业利润	2,511	2,806	3,325	3,739	4,365	5,047	<b>普通股股东权益</b>	<b>16,945</b>	<b>18,463</b>	<b>20,320</b>	<b>22,458</b>	<b>25,033</b>	<b>28,071</b>
营业利润率	48.1%	48.8%	52.9%	52.7%	54.5%	56.0%	少数股东权益	302	363	378	540	705	875
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>28,071</b>	<b>30,590</b>	<b>34,095</b>
税前利润	2,515	2,806	3,380	3,743	4,370	5,052	<b>比率分析</b>						
利润率	48.2%	48.8%	53.8%	52.8%	54.6%	56.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-492	-556	-696	-749	-918	-1,111	<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	1.706	1.957
净利润	2,023	2,250	2,684	2,994	3,453	3,941	每股净资产	8.794	9.581	10.545	11.655	12.991	14.568
少数股东损益	150	155	153	162	165	170	每股经营现金净流	1.478	1.547	1.664	1.740	1.998	2.225
归属于母公司的净利润	1,873	2,096	2,531	2,832	3,288	3,771	每股股利	0.050	0.100	0.600	0.360	0.370	0.380
净利率	35.9%	36.4%	40.3%	39.9%	41.0%	41.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	11.05%	11.35%	12.46%	12.61%	13.13%	13.43%
<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%	10.09%	10.75%	11.06%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	8.03%	7.99%	8.66%	9.12%	9.68%	9.90%
净利润	2,023	2,250	2,684	2,994	3,453	3,941	<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%	12.85%	12.95%	12.51%
非现金支出	933	881	787	868	908	948	EBIT 增长率	31.21%	7.94%	19.09%	14.88%	16.83%	15.57%
非经营收益	-418	-484	-374	-553	-650	-756	净利润增长率	18.46%	11.89%	20.80%	11.88%	16.08%	14.69%
营运资金变动	310	334	109	44	139	154	总资产增长率	7.78%	10.02%	11.40%	9.49%	8.97%	11.46%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,849</b>	<b>2,981</b>	<b>3,207</b>	<b>3,353</b>	<b>3,850</b>	<b>4,287</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-529	-450	-911	-1,499	-2,005	-2,005	应收账款周转天数	55.6	52.1	50.9	50.0	50.0	50.0
投资	-46	0	-502	100	100	100	存货周转天数	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
其他	565	555	587	681	765	857	应付账款周转天数	14.7	18.9	16.4	18.0	18.0	18.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-10</b>	<b>105</b>	<b>-826</b>	<b>-718</b>	<b>-1,140</b>	<b>-1,048</b>	固定资产周转天数	731.4	620.2	610.7	522.6	444.4	377.1
股权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	0	0	-500	0	净负债/股东权益	-24.26%	-34.35%	-38.25%	-42.24%	-45.07%	-48.37%
其他	-959	-802	-927	-837	-823	-839	EBIT 利息保障倍数	-334.4	-24.1	-13.7	-19.4	-16.7	-14.9
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-959</b>	<b>-802</b>	<b>-927</b>	<b>-837</b>	<b>-1,323</b>	<b>-839</b>	资产负债率	17.55%	18.20%	19.27%	18.07%	15.86%	15.10%
<b>现金净流量</b>	<b>1,880</b>	<b>2,284</b>	<b>1,454</b>	<b>1,798</b>	<b>1,386</b>	<b>2,400</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

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

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
3	2016-03-14	买入	27.98	35.00~37.00
4	2016-04-28	买入	28.00	N/A
5	2016-07-18	买入	27.25	N/A
6	2016-08-28	买入	28.46	N/A
7	2016-11-30	买入	27.39	N/A

来源：国金证券研究所



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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

**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