

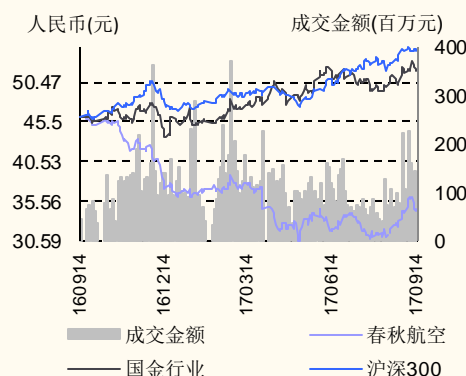
市场价格 (人民币): 34.67 元

## 业绩触底拐点已现，持续推荐春秋航空

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)	27,756.11
年内股价最高最低(元)	46.10/30.59
沪深 300 指数	3829.96
上证指数	3371.43



## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.660	1.187	1.442	1.756	2.155
每股净资产(元)	8.17	9.15	10.42	11.98	13.90
每股经营性现金流(元)	1.97	2.49	1.51	1.70	2.16
市盈率(倍)	36.75	30.94	24.02	19.74	16.09
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	50.18%	-28.42%	21.48%	21.75%	22.71%
净资产收益率(%)	20.30%	12.98%	13.84%	14.66%	15.50%
总股本(百万股)	800.00	800.58	800.58	800.58	800.58

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司策略稍作调整，业绩触底反弹可期：**春秋航空自 2016 年三季度开始，受到多重不利因素接连影响，业绩遭受巨大压力，在 2017 年二季度触底。由于 2017 年国内航空市场景气繁荣，公司开始调整经营策略，进行收益精益化管理，牺牲客座率提升收益水平。虽然 2017 年 8 月国内客座率同比下滑 2.91pts，但伴随国际航线回暖，运力引进恢复正常，油价同比增幅收窄，成本压力减轻，利空因素逐渐出尽。优良的成本控制以及经营能力将重新展现，公司业绩拐点来临，叠加 2016 年三季度低基数影响，2017 年三季度春秋航空归母净利润预计达到 30%。
- **成本控制接近极致，机组效率仍可改善：**春秋航空奉行低成本战略，低成本文化深入公司运营与管理，效果显著。2017 年上半年，公司单位座公里成本 (CASK) 为 0.29 元，相比中国国航、南方航空、东方航空分别减少 28.6%、27.4%、27.3%。公司成本控制能力全球范围内同样领先，美西南 CASK 相比美国三大航仅减少不到 15%。不过春秋航空飞机利用率仍有提升空间，公司也在积极调整航线网络布局，使其更加紧密，避免不必要的飞机闲置，期望提高飞机使用效率，进一步分摊单位成本。
- **精益化管理效果显著，提高收益水平仍存空间：**春秋航空成本改善空间有限，精益化管理成为公司增厚业绩新思路。试图在客座率较高的存量市场，通过提价实现更高的收益水平。春秋航空相比三大航单位座公里收益 (RASK) 折价幅度普遍大于单位座公里成本 (CASK) 折价幅度，说明公司存在空间执行提价策略。另外春秋航空相比三大航 RASK 普遍差距在 30%左右，而美西南航空相比于美国三大航 RASK 折价仅为约 10%，并且虽然客座率优势不在，但 CASK 折价幅度明显大于 RASK，由此获得了更高的毛利。说明低成本航空在占据一定市场份额后，客座率已经不是唯一关键指标，春秋航空在成熟存量市场提价将有效改善收益水平。

## 投资建议

- 春秋航空是我国低成本航空领军者，短期业绩触底，拐点已现；长期受益于政策放开，低成本运营模式优势将得以更充分发挥。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.44 元/1.76 元/2.16 元，对应 PE 分别为 24 倍/20 倍/16 倍，维持“买入”评级。

## 风险

- 宏观经济下滑，低成本航空政策推进不及预期，疾病、恶劣天气影响等。

## 相关报告

- 1.《调整策略应对市场，毛利下滑拉低业绩-春秋航空公司点评》，2017.8.17
- 2.《利空出尽，低成本航空龙头再起航-春秋航空公司研究》，2017.7.13
- 3.《机队扩大提升营收，运力投放转向国内-春秋航空公司点评》，2017.5.2
- 4.《四季度拖累业绩，成本控制效果卓越-春秋航空公司点评》，2017.3.31
- 5.《运力恢复扩张，汇兑同比改善受益较小-春秋航空三季报点评》，2016.11.1

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

黄凡洋 联系人  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 内容目录

成本控制接近极致，机组效率仍可改善.....	3
精益化管理效果显著，提高收益水平仍存空间 .....	5
延续新思路，业绩触底反弹可期 .....	6
短期看公司策略，长期看国家政策.....	8
风险提示 .....	8

## 图表目录

图表 1：春秋航空单位座公里成本（CASK）节约比例图 .....	3
图表 2：西南航空单位座公里成本（CASK）节约比例图 .....	4
图表 3：春秋航空日飞机利用率还有提升空间.....	4
图表 4：与中国国航 RASK 和 CASK 折价幅度对比.....	5
图表 5：与东方航空 RASK 和 CASK 折价幅度对比.....	5
图表 6：与南方航空 RASK 和 CASK 折价幅度对比.....	5
图表 7：与吉祥航空 RASK 和 CASK 折价幅度对比.....	5
图表 8：西南航空单位座公里收益折价比例图.....	6
图表 9：美西南航空客座率优势不在.....	6
图表 10：春秋航空单季归母净利润连续下滑.....	7
图表 11：国内航线 ASK 和 RPK 同比增速出现差异 .....	7
图表 12：春秋航空国内客座率下降明显.....	7
图表 13：春秋航空飞机引进安排示意图.....	8

### 成本控制接近极致，机组效率仍可改善

- 春秋航空作为我国首家低成本航空公司，截止 2017 年 8 月 31 日，机队规模已达 74 架 A320 飞机。公司自成立开始，一直奉行低成本战略，低成本文化深入公司运营与管理的方方面面，并且达到了很好的效果。

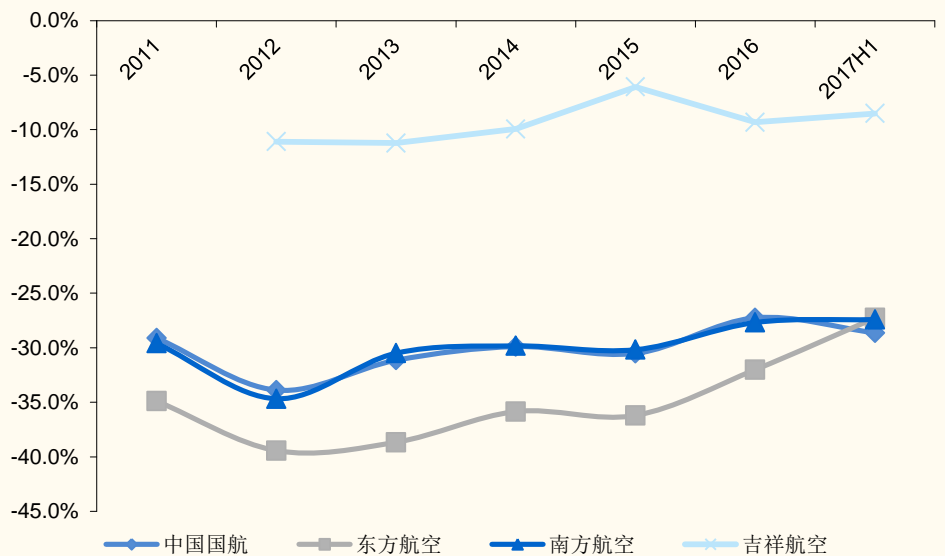
机队方面，春秋航空通过引进单一机型，购机价格更为低廉，后续的保养维修简捷，费用更低，并且可以减少飞行员训练时间，降低训练费用，方便飞行员飞机间调度，提高飞机使用效率。

机场使用方面，虽然由于我国机场资源等原因，无法效仿欧洲瑞安航空和美国西南航空，减少使用大型枢纽机场，将城市周边小型机场作为基地，但春秋航空通过减少租用登机桥等机场内较昂贵的设施，改为安排接送车辆和小型登机梯，尽可能降低机场使用费。

运营方面，低成本航空同样在尽力节省成本。春秋航空以点对点、短程航线为主，减少飞机停留时间；通过自主研发分销、订座、结算、离港和中后台核心运行管理系统，节约了使用中航信系统的费用；简化机内饮食，减少免费托运行李额度等措施，降低飞机运营成本。

- 在各方面的努力下，春秋航空成本控制效果良好。2017 年上半年，公司单位座公里成本 (CASK) 为 0.29 元，相比中国国航、南方航空、东方航空分别减少 28.6%、27.4%、27.3%，并且历史上节约比例始终维持较高水平。吉祥航空同样注重成本控制，且控股了低成本航空公司九元航空，但单位座公里成本依然高出春秋航空 10% 左右。

图表 1：春秋航空单位座公里成本 (CASK) 节约比例图

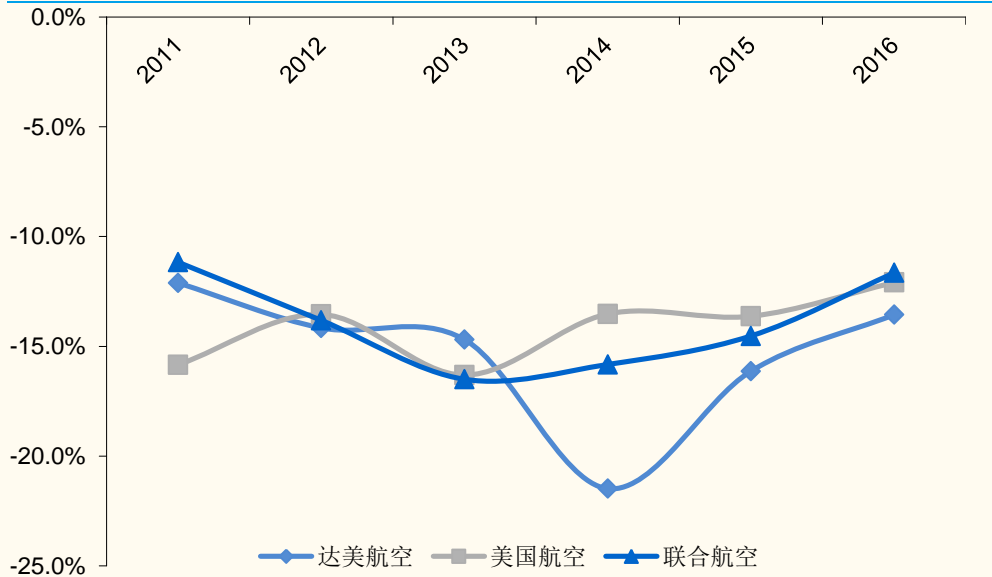


来源：公司公告，国金证券研究所

- 相比美国等低成本航空业发达的国家地区，我国低成本航空业的发展环境还有待提高。民航局对于飞机引进的限制，使得低成本航空无法享受大批量购买飞机的优惠；国内缺少专门服务于低成本航空公司的廉价航站楼以及中心城市周边小型机场，并且大型机场时刻紧张、空域拥堵，对于低成本航空通过提高飞机利用率，降低成本的策略不利；民航局 4 月 1 日颁布的机场提价文件中，取消了针对高客座率航班的旅客服务费优惠；并且在时刻分配，空域管制、机票价格等方面，都无法做到完全市场化，低成本航空的优势无法得到充分展现。
- 不过即使我国低成本航空发展的土壤仍需改善，但就成本的控制而言，春秋航空已在全球处于领先地位。占据美国航空市场份额 18% 的西南航空，发展低成本航空已有 40 余年，拥有 723 架 B737 飞机，但相比于美国三大

航，单位座公里成本仅减少不到 15%。从相对单位成本节约幅度来看，春秋航空全球业内领先。

图表 2：西南航空单位座公里成本 (CASK) 节约比例图

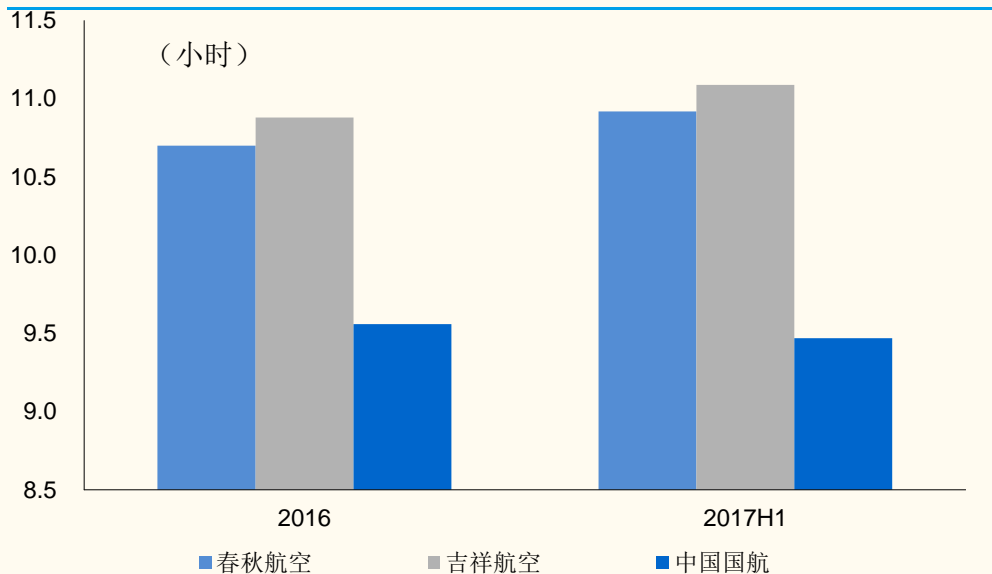


来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，目前春秋航空在控制成本方面已接近极致，在机组使用效率尚有潜力可挖。过去几年，由于春秋航空处于高投放阶段，航线增加较快，目的地较为分散，一定程度上降低了飞机使用效率，固定成本分摊程度较低。2016 年公司在册飞机平均利用小时为 10.70。吉祥航空由于基地单一，航线更为集中，飞机日利用率更高，为 10.88 小时。

公司也在积极调整航线网络布局，使其更加紧密，避免不必要的飞机闲置。其中重点在于国际航线布局调整。2017 年上半年，春秋航空减少国际航线 10 条，境内国际航线出发地减少 8 个至 20 个，停飞了部分脱离国内航线网络且收益较差的二三线城市出发地。另外撤离境外的名古屋等基地，进一步降低成本。国内也不会新增过夜航点，尽可能增加飞机利用率。2017 年上半年，公司在册飞机平均利用小时提升至 10.92 小时，公司今年目标为 11.2 小时。

图表 3：春秋航空日飞机利用率还有提升空间



来源：公司公告，国金证券研究所

- 春秋航空成本改善空间有限的情况下，公司若仍想实现业绩高增长，通过收益精益化管理，提高单位收益水平，成为低成本航空发展新路径。

### 精益化管理效果显著，提高收益水平仍存空间

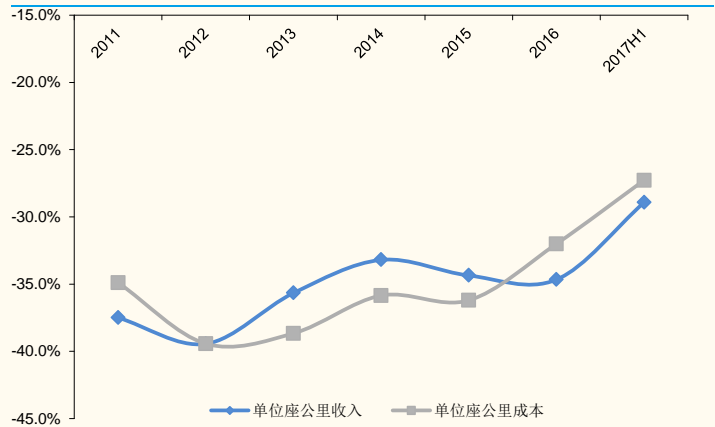
- 春秋航空在上海、深圳、石家庄、沈阳等成熟基地需求旺盛，存量市场通过低票价引流成效明显，客座率一直维持在较高水平。一直以来牺牲票价吸引客流的策略，使得存量市场产生资源错配现象。在国内市场景气度较高的背景下，一些热门航线航班供不应求，如上海-厦门航线客座率达到98%左右。若仍然采取低票价吸引客流的定价策略，明显不利于公司追求收益的最终目标。
- 2017年上半年，公司开始在高客座率市场采取精益化管理，减少预售期较长、价格更为便宜的票量，销售更多票价较高时间段的机票，期望提升整体收益水平。目前来看，收益管理效果显著，2017年上半年，国内航线客运人公里收益0.30元，同比增长4.3%，其中四大成熟基地单位客运人公里收益同比均上升10%以上，而客座率下降不到1pts，成功弥补了扬州、宁波等新基地培育带来的综合收益下降。
- 由于收益管理会不同程度降低客座率，我们采取比较单位座公里收益(RASK)，观察春秋航空与其他主要航司的收益水平，试图将客座率纳入考虑因素中。我们发现，与其他航空公司相比，春秋航空单位座公里收益(RASK)折价幅度普遍大于单位座公里成本(CASK)，说明春秋航空执行牺牲客座率提高票价的策略，存在一定的提价空间。

图表 4：与中国国航 RASK 和 CASK 折价幅度对比



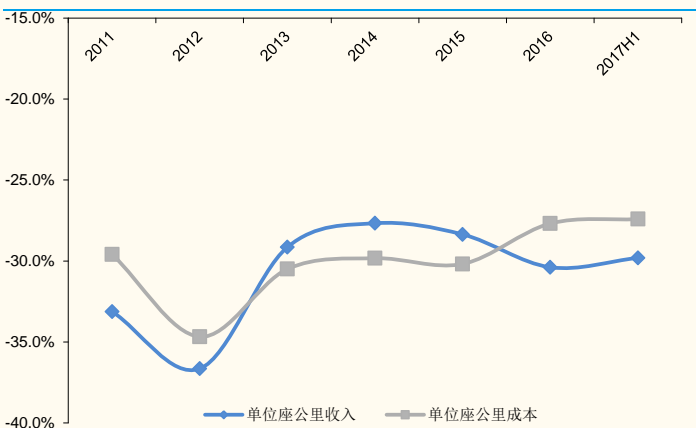
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：与东方航空 RASK 和 CASK 折价幅度对比



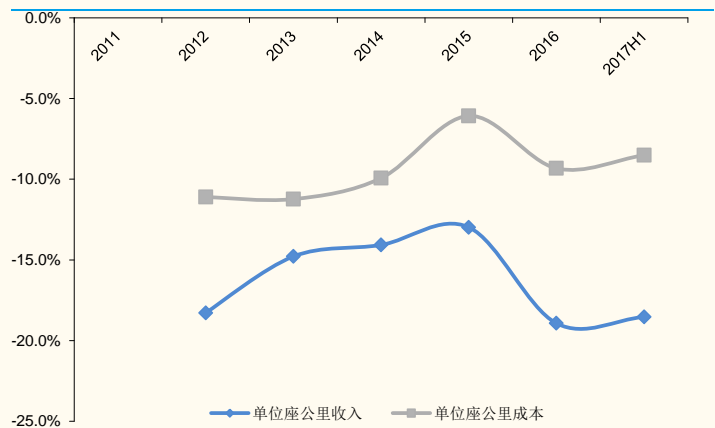
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：与南方航空 RASK 和 CASK 折价幅度对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：与吉祥航空 RASK 和 CASK 折价幅度对比

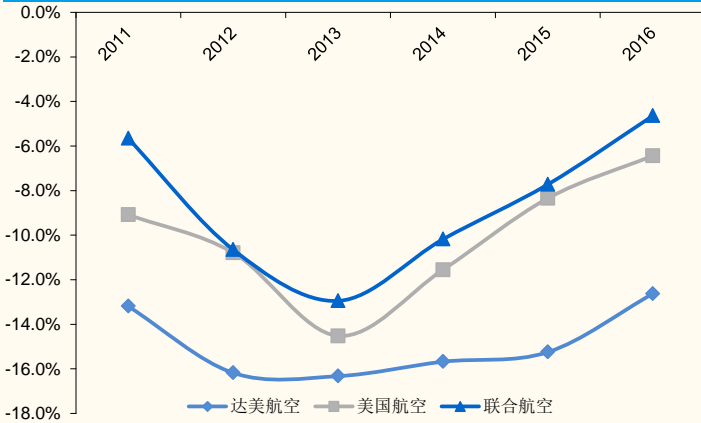


来源：公司公告，国金证券研究所



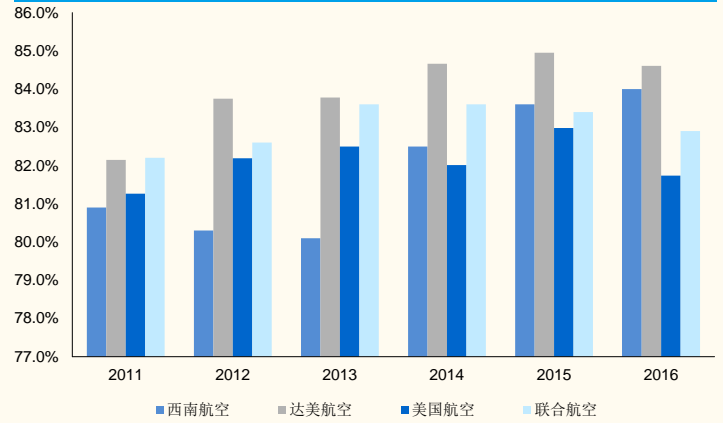
- 另外从 RASK 折价幅度分析，春秋航空相比三大航，普遍差距在 30%左右。而美西南航空相比于美国三大航，虽然客座率几乎已没有优势，但 RASK 折价幅度仅为约 10%，且美西南 RASK 在近几年有接轨美国三大航之势，使得 CASK 折价幅度大于 RASK 折价幅度，由此获得了更高的毛利。说明低成本航空在占据一定市场份额后，客座率已经不是唯一关键指标，春秋航空在成熟存量市场提价将有效改善收益水平。

图表 8：西南航空单位座公里收益折价比例图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：美西南航空客座率优势不在



来源：公司公告，国金证券研究所

### 延续新思路，业绩触底反弹可期

- 在经历了 2015 年国际市场的爆发后，春秋航空受到多重不利因素接连影响，业绩遭受巨大压力，季度归母净利润下滑明显，甚至在 2016 年四季度录得 2.2 亿元亏损。

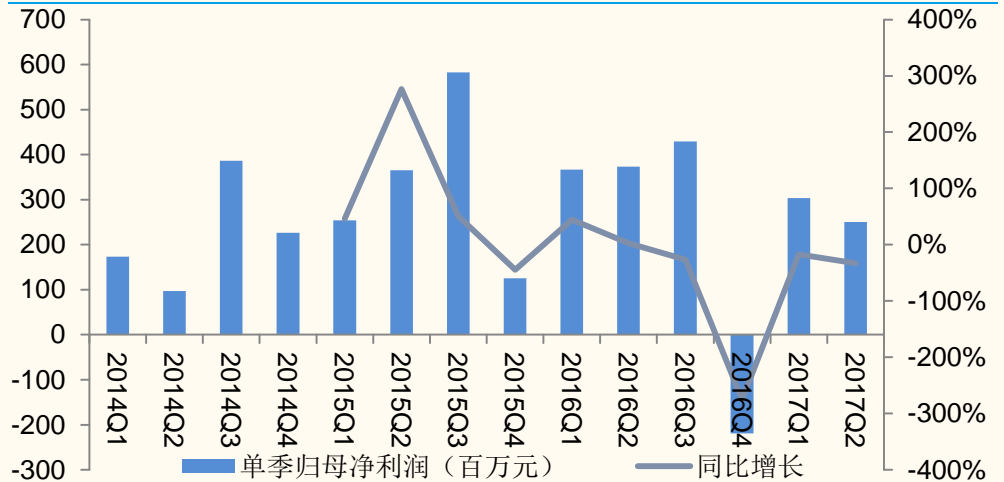
回顾春秋航空遇到的利空因素，首先，运力引进遭遇阻碍。在 2016 年上半年计划引进的 8 架飞机延迟至 2016 年 6 月交付，使得 2016 年 6 月末至 8 月初大约 7 周时间内，集中引进了合计 10 架 A320 飞机，公司运力投放、排班、销售和经营方面都面临较大压力，同时公司也将存量运力抽调至利润率更高的国际航线，2016 年上半年国际与地区线 ASK 投入占比提升至约 40%，但无法享受到国内市场回暖带来的红利，2016 年二季度公司归母净利润同比增速下滑至 2.3%。

第二，国际航线连续出现下滑。2015 年四季度开始，全行业中日航线运力大增，导致客座率和收益水平大幅下降，2016 年二季度达到最低点。之后公司运力重点投放的泰国市场，在 2016 年 9 月泰国政府出台的限制零负团费旅游团入境，以及泰国国王去世后的禁娱期都对赴泰旅游产生了重大影响。紧接着，春秋航空收益率最高的中韩航线由于萨德事件，票价和客座率受到较大影响。公司也开始将新增运力主要投放于国内市场。

第三，国际油价在 2016 年一季度触及低点后，开始缓慢回升，航司成本压力进一步增大。受到国际航线下滑、飞机引进过于集中运力消化需要时间、油价上升共同影响，2016 年四季度录得 2.2 亿亏损，2017 年一季度归母净利润同比下滑 18.3%。

第四，机场收费提价。2017 年 4 月 1 日，民航局颁布机场收费新标准，内航内线收费标准提升，并且取消了对于高客座率航班旅客服务费的优惠，春秋航空机场费用明显提升，2017 年二季度归母净利润下滑幅度扩大，达到 32.9%。

图表 10: 春秋航空单季归母净利润连续下滑



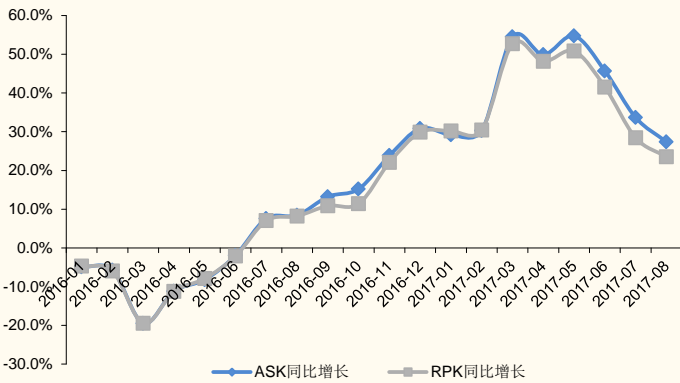
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 进入 2017 年三季度传统旺季, 春秋航空继续大力扩展国内市场。根据最新运营数据, 2017 年 7~8 月, 春秋航空可用座公里 (ASK) 同比增长 20.6%, 国内、国际分别同比增长 30.5%、3.5%; 收入客公里 (RPK) 同比增长 17.1%, 国内、国际分别同比增长 25.9%、1.4%; 客座率受到收益管理以及新开基地影响, 虽然仍处于 91.5% 的行业高位, 但同比下降 2.74pts, 国内、国际分别同比下降 3.33pts、1.86pts。

观察春秋航空经营数据, 2016 年除去运力集中引进之后, 需求与供给增长出现落差, 其他月份均能保持同步增长。但进入 2017 年后, 客座率开始明显下滑趋势, 体现出公司开始进行收益精益化管理, 牺牲一定的客座率水平, 提高收益水平。

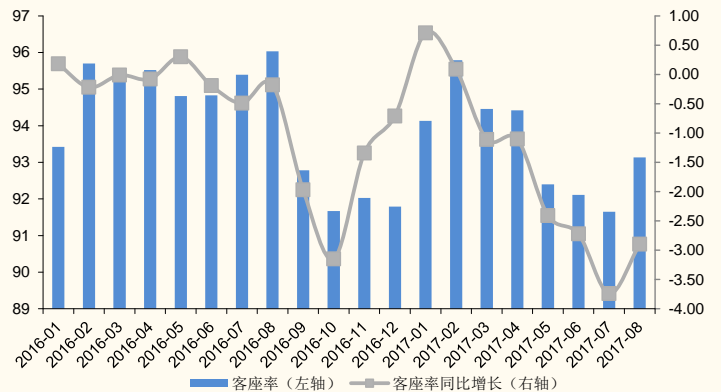
- 2017 年下半年以后, 春秋航空将延续精益化管理策略, 尽可能将存量市场中的高客座率, 转化为收益, 提升自己的业绩。

图表 11: 国内航线 ASK 和 RPK 同比增速出现差异



来源: 公司公告, 国金证券研究所

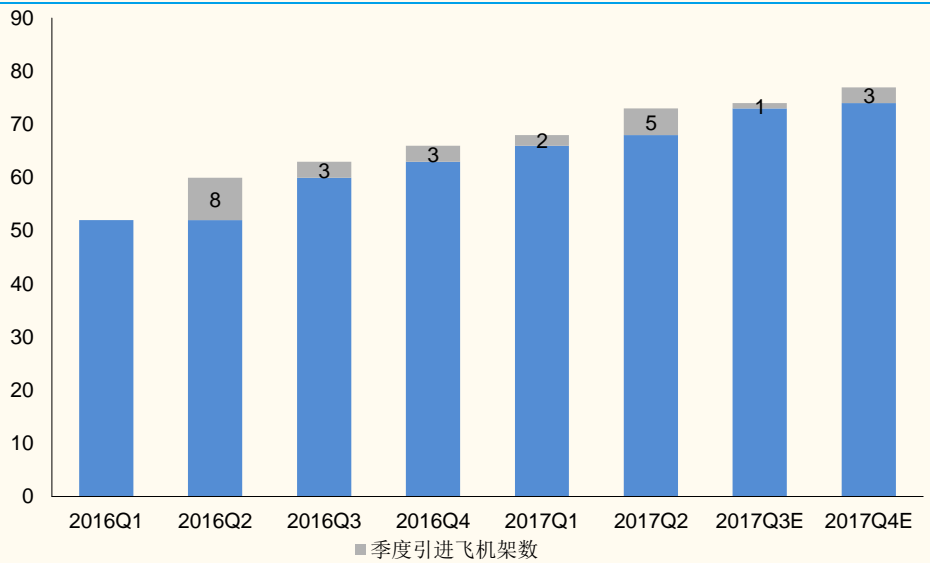
图表 12: 春秋航空国内客座率下降明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 伴随出境游开始回暖, 日本和泰国市场收益率有所好转, 运力引进恢复正常, 8 月新增 A320 一架, 公司机队规模达到 74 架, 同时油价同比增幅缩窄, 成本压力减轻。利空因素逐渐出尽, 公司优良的成本控制以及经营能力将重新体现在业绩上, 业绩触底后, 拐点已现, 叠加 2016 年三季度低基数影响, 我们预计 2017 年三季度春秋航空归母净利润能达到 30%。

图表 13：春秋航空飞机引进安排示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

### 短期看公司策略，长期看国家政策

- 短期来看，2016 年三季度至 2017 年二季度，主要受到国际航线以及运力集中引进影响，春秋航空业绩触底，伴随公司改变经营思路，开始在关注客座率的同时，提升收益水平，并且一定幅度收紧航线网络，提高机队效率，低成本运营模式优势将重新显现。2017 年下半年开始，公司预计将迎来业绩拐点。
- 长期来看，若春秋航空期望充分发挥低成本航空优势，还需要国家政策改善，提供更为适合低成本航空的发展环境。

通过低票价以及点对点高频航班，迅速渗透新进市场，达成培育新市场的目标，提升收益水平，逐步扩展航线网络，扩大经营规模，是低成本航空发展的必由之路。

虽然目前培育新基地，政府会给予航线补贴，使得公司得到一定的业绩对冲，减少试错成本，但民航局对于飞机引进、航线审批、机票价格的管制，使得低成本航空无法完全参与市场竞争。另外，一线城市时刻瓶颈严重，空域资源匮乏，对于公司进行市场渗透、开展高频航班存在限制。

不过，随着首都二机场 19 年建成以及军民融合空域改革，国内枢纽机场产能或将迎来释放期，另外票价也将在 2020 年实现全部市场化，这些政策变化都将为低成本航空长期发展带来利好，春秋航空作为我国低成本航空业龙头，收益水平仍有提升空间，将充分享受行业发展带来的红利，进入高速发展期。

- 出于公司经营环境改善以及策略有所调整，我们做出谨慎假设：出行需求（RPK）：公司整体仍然维持低价引流策略，新增航线培育情况良好，旅游出行需求不减；国际航线在经历高增长后，预计略有放缓，整体航空需求将维持高位。运力投放（ASK）：国内线需求提升，预计公司将新增运力主要投放至国内航线，国际线在市场逐渐恢复后，增速将维稳回升。客公里受益：公司低成本运营方针不变，存量市场开始提价牺牲客座率，预计 2017 年国内线将同比小幅上涨，国际线降幅会收窄。
- 基于以上假设，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.44 元、1.76 元、2.16 元，对应 PE 分别为 24 倍、20 倍、16 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 宏观经济下滑，低成本航空政策推进不及预期，疾病、恶劣天气影响等。



**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,328</b>	<b>8,094</b>	<b>8,429</b>	<b>10,319</b>	<b>11,947</b>	<b>13,840</b>
增长率		10.5%	4.1%	22.4%	15.8%	15.8%
主营业务成本	-6,245	-6,466	-7,350	-9,183	-10,511	-11,986
%销售收入	85.2%	79.9%	87.2%	89.0%	88.0%	86.6%
毛利	1,083	1,627	1,079	1,136	1,437	1,854
%销售收入	14.8%	20.1%	12.8%	11.0%	12.0%	13.4%
营业税金及附加	-15	-24	-7	-10	-12	-14
%销售收入	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-184	-233	-258	-310	-358	-415
%销售收入	2.5%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-163	-195	-188	-206	-239	-277
%销售收入	2.2%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	720	1,175	626	610	827	1,148
%销售收入	9.8%	14.5%	7.4%	5.9%	6.9%	8.3%
财务费用	-98	-154	-246	-184	-168	-163
%销售收入	1.3%	1.9%	2.9%	1.8%	1.4%	1.2%
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-81	-117	-91	15	15	15
%税前利润	n.a	n.a	n.a	1.0%	0.8%	0.7%
营业利润	540	904	289	440	675	1,000
营业利润率	7.4%	11.2%	3.4%	4.3%	5.6%	7.2%
营业外收支	675	900	994	1,100	1,200	1,300
税前利润	1,216	1,804	1,284	1,540	1,875	2,300
利润率	16.6%	22.3%	15.2%	14.9%	15.7%	16.6%
所得税	-332	-476	-333	-385	-469	-575
所得税率	27.3%	26.4%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	884	1,328	951	1,155	1,406	1,725
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>884</b>	<b>1,328</b>	<b>951</b>	<b>1,155</b>	<b>1,406</b>	<b>1,725</b>
净利率	12.1%	16.4%	11.3%	11.2%	11.8%	12.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	884	1,328	951	1,155	1,406	1,725
非现金支出	305	377	535	750	889	1,030
非经营收益	131	207	220	-879	-985	-1,078
营运资金变动	-275	-340	286	181	50	53
经营活动现金净流	1,045	1,572	1,991	1,207	1,360	1,730
<b>资本开支</b>	<b>-2,446</b>	<b>-3,188</b>	<b>-4,321</b>	<b>-872</b>	<b>-739</b>	<b>-654</b>
投资	-93	-104	-56	-1	0	0
其他	135	-100	-715	15	15	15
投资活动现金净流	-2,404	-3,393	-5,092	-858	-724	-639
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>1,755</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权募资	2,369	595	2,908	-688	122	500
其他	-123	179	1,734	-370	-390	-421
筹资活动现金净流	2,246	2,528	4,656	-1,058	-269	79
<b>现金净流量</b>	<b>887</b>	<b>708</b>	<b>1,555</b>	<b>-709</b>	<b>368</b>	<b>1,170</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,400	3,095	4,709	4,000	4,368	5,538
应收款项	268	822	1,543	1,836	2,126	2,463
存货	43	55	68	75	86	99
其他流动资产	211	293	421	476	516	561
流动资产	2,922	4,264	6,741	6,388	7,097	8,660
%总资产	25.9%	26.6%	34.3%	31.1%	31.9%	35.0%
长期投资	110	95	59	60	59	59
固定资产	6,884	10,146	11,338	12,593	13,706	14,680
%总资产	61.1%	63.3%	57.7%	61.4%	61.5%	59.3%
无形资产	417	505	503	423	361	312
非流动资产	8,340	11,765	12,905	14,126	15,176	16,100
%总资产	74.1%	73.4%	65.7%	68.9%	68.1%	65.0%
<b>资产总计</b>	<b>11,261</b>	<b>16,029</b>	<b>19,647</b>	<b>20,515</b>	<b>22,273</b>	<b>24,760</b>
短期借款	2,789	2,584	3,099	1,378	1,000	1,000
应付款项	1,003	1,845	1,611	2,029	2,339	2,693
其他流动负债	425	549	514	633	714	806
流动负债	4,217	4,979	5,224	4,040	4,053	4,499
长期贷款	2,329	3,354	3,864	4,864	5,364	5,864
其他长期负债	1,162	1,157	3,235	3,268	3,268	3,268
<b>负债</b>	<b>7,708</b>	<b>9,489</b>	<b>12,323</b>	<b>12,172</b>	<b>12,685</b>	<b>13,631</b>
普通股股东权益	3,553	6,540	7,323	8,342	9,588	11,129
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>11,261</b>	<b>16,029</b>	<b>19,647</b>	<b>20,515</b>	<b>22,273</b>	<b>24,760</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.947	1.660	1.187	1.442	1.756	2.155
每股净资产	11.844	8.175	9.148	10.420	11.976	13.901
每股经营现金净流	3.483	1.965	2.487	1.508	1.699	2.160
每股股利	0.240	0.210	0.160	0.170	0.200	0.230
<b>回报率</b>						
净资产收益率	24.88%	20.30%	12.98%	13.84%	14.66%	15.50%
总资产收益率	7.85%	8.28%	4.84%	5.63%	6.31%	6.97%
投入资本收益率	6.03%	6.93%	2.80%	2.71%	3.40%	4.25%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	11.64%	10.45%	4.15%	22.42%	15.78%	15.84%
EBIT增长率	34.34%	63.34%	-46.73%	-2.63%	35.68%	38.80%
净利润增长率	20.75%	50.18%	-28.42%	21.48%	21.75%	22.71%
总资产增长率	47.18%	42.33%	22.57%	4.42%	8.57%	11.17%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	3.4	3.9	5.0	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	2.5	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	12.2	15.3	16.5	16.0	16.0	16.0
固定资产周转天数	217.8	264.2	418.7	386.4	367.7	343.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	76.50%	43.48%	62.01%	54.30%	44.68%	32.47%
EBIT利息保障倍数	7.3	7.6	2.5	3.3	4.9	7.1
资产负债率	68.45%	59.20%	62.72%	59.34%	56.95%	55.05%

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	1	11	11	12	12
增持	1	8	9	9	9
中性	1	2	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.57	1.59	1.57	1.57

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。

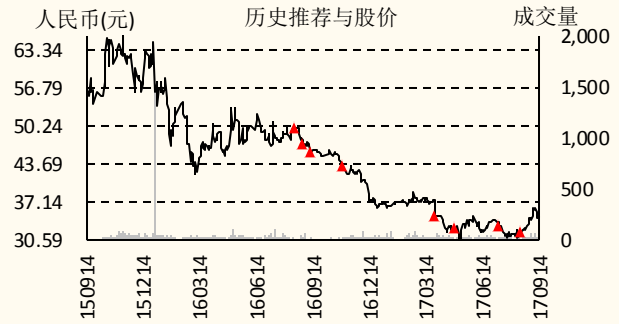
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-08-16	买入	49.94	55.00~60.00
2	2016-08-30	买入	48.02	N/A
3	2016-09-12	买入	46.82	N/A
4	2016-11-01	买入	43.21	N/A
5	2017-03-31	买入	36.49	N/A
6	2017-05-02	买入	32.86	N/A
7	2017-07-13	买入	32.86	40.00~40.00
8	2017-08-17	买入	31.76	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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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