

## 经营恢复领跑 盈利改善可期

### 公司简介

公司是国内民航业传统三大航司之一，2019年公司旅客运输量世界第五/国内第一。2020-2022年因公司货运业务高景气，以及国内市场回投压力较轻等原因，公司亏损在三大航中相对较少。2023Q1公司营业收入为340.55亿元，同比增长58.61%；归母净利润为-18.98亿元，同比大幅减亏。公司于2020年10月发行160亿元可转债，期限6年，尚未转股58亿元；公司于2023年6月发布定增预案，拟发行A股募集不超过175亿元，拟发行H股募集不超过29亿港元，将主要用于飞机引进。

### 投资逻辑：

**供需错配进行中，行业复苏确定。**1、需求复苏确定：中国航空出行需求具备韧性，历次危机后均恢复高增长；航空需求仍然旺盛，回顾过去三年部分旺季，国内票价和客运量都好于疫情前水平。2、行业供给增速将放缓：考虑新签订单有限，未来两年供给增速下降较为确定；波音、空客等制造商产能仍未恢复，或影响交付节奏。3、供需错配推动业绩改善：未来市场恢复供需平衡的过程中，供需增速将发生逆转，参照2009-2010年供需增速大幅逆转后航司业绩恢复的实例，预计未来有望再现景气恢复，且票价市场化将进一步增厚利润空间。

**中期经营有望率先恢复，远期将受益票价提升。**1、目前民航市场呈国内-东南亚-欧美的依次恢复态势。公司国内航线占比为68%，高于其他大航（58%-64%），海外运力回投国内市场的压力较轻；同时，东南亚是公司传统优势市场，公司在印度尼西亚、越南、菲律宾、马来西亚、新加坡、柬埔寨均为中方最大承运人，国际航线恢复相对其他大型航司更快。2、长期票价市场化效应推动盈利提升。考虑干线机场供给不足将持续，干线市场的实际票价会进一步抬升，将提升公司盈利规模。此外，大兴转场有利于公司优化航网结构，进一步提高盈利空间。

### 盈利预测、估值和评级

首次覆盖给予“买入”评级。预计公司2023-2025年净利润为29/142/174亿元。参考可比公司PB均值，给予公司2024年3.7倍PB估值，对应目标价8.83元。

### 风险提示

宏观经济增速低于预期风险；人民币汇率贬值风险；油价大幅上涨风险；安全运行风险。

### 交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

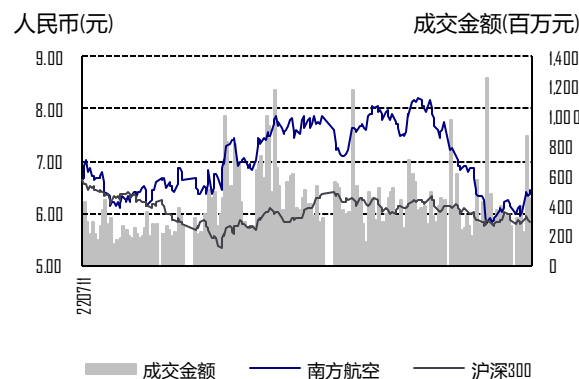
zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.45 元

目标价 (人民币)：8.83 元



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)      | 101,644 | 87,059  | 168,087 | 195,773 | 211,958 |
| 营业收入增长率        | 9.81%   | -14.35% | 93.07%  | 16.47%  | 8.27%   |
| 归母净利润(百万元)     | -12,103 | -32,682 | 2,943   | 14,163  | 17,390  |
| 归母净利润增长率       | 11.63%  | 170.03% | N/A     | 381.24% | 22.78%  |
| 摊薄每股收益(元)      | -0.714  | -1.804  | 0.162   | 0.782   | 0.960   |
| 每股经营性现金流净额     | 0.66    | 0.20    | 1.01    | 2.37    | 2.56    |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | -17.90% | -79.60% | 6.87%   | 27.60%  | 28.16%  |
| P/E            | N/A     | N/A     | 38.97   | 8.10    | 6.60    |
| P/B            | 1.71    | 3.35    | 2.68    | 2.24    | 1.86    |

来源：公司年报，国金证券研究所

## 内容目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、南方航空：规模营收领先，盈利韧性较强.....       | 5  |
| 1.1 连续并购拓展经营规模.....             | 5  |
| 1.2 旅客运输规模领先，大航中唯一仍保有货运板块.....  | 7  |
| 1.3 过去三年业绩韧性较强，2023Q1 大幅减亏..... | 9  |
| 二、供需错配进行中，行业复苏确定.....           | 11 |
| 2.1 需求端：航空需求长期呈增长趋势，短期恢复良好..... | 11 |
| 2.2 供给端：内部引进意愿弱，外部供应有限.....     | 14 |
| 2.3 供需错配叠加票价市场化效应，业绩反弹可期.....   | 15 |
| 三、局部市场复苏，契合公司优势，预计盈利率先改善.....   | 17 |
| 3.1 中期局部市场复苏，公司经营有望率先恢复.....    | 17 |
| 3.2 远期收益品质提升，票价收益弹性巨大.....      | 21 |
| 四、盈利预测与投资建议.....                | 23 |
| 4.1 盈利预测.....                   | 23 |
| 4.2 投资建议及估值.....                | 25 |
| 五、风险提示.....                     | 25 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 1： 公司并购组建多家地方航空公司.....          | 5  |
| 图表 2： 公司通过多次收并购扩大机队数量与基地机场.....    | 5  |
| 图表 3： 公司实控人为国务院国资委.....            | 6  |
| 图表 4： 公司机队数量行业领先.....              | 6  |
| 图表 5： 公司机队数量保持增长.....              | 6  |
| 图表 6： 公司机队保有情况（截至 2023 年 5 月）..... | 6  |
| 图表 7： 2022 年公司旅客运输量占比为 25%.....    | 7  |
| 图表 8： 公司旅客运输量 2019 年居全球第五.....     | 7  |
| 图表 9： 公司营业收入领跑国内航司.....            | 7  |
| 图表 10： 公司疫情期间客运收入承压.....           | 8  |
| 图表 11： 2019 年公司收入以客运为主.....        | 8  |
| 图表 12： 2022 年公司收入中货运比例加大.....      | 8  |
| 图表 13： 疫情期间南航物流收入快速增长.....         | 8  |
| 图表 14： 过去三年南航物流占公司利润比重提升.....      | 8  |
| 图表 15： 疫情前公司营业收入增长稳定.....          | 9  |
| 图表 16： 疫情前公司营业收入增速趋势与同行接近.....     | 9  |
| 图表 17： 疫情后公司营业收入增速趋势与同行接近.....     | 9  |
| 图表 18： 公司自 2010 年后至疫情前持续盈利.....    | 9  |
| 图表 19： 公司 2023Q1 大幅减亏.....         | 9  |
| 图表 20： 公司自 10 年后至疫情前利润率稳定.....     | 10 |
| 图表 21： 公司毛利率波动相对稳定.....            | 10 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 22: 南航转债明细                                 | 10 |
| 图表 23: 南航定增明细 (A 股)                           | 10 |
| 图表 24: 南航定增明细 (H 股)                           | 10 |
| 图表 25: 2003 年非典、2008 年金融危机后民航需求恢复增长           | 11 |
| 图表 26: 2021 年及 2023 年五一假期, 国内民航运输量指数超过 2019 年 | 11 |
| 图表 27: 2021 年及 2023 年五一假期, 国内民航票价指数均高于 2019 年 | 12 |
| 图表 28: 商务航线恢复率高于行业整体                          | 12 |
| 图表 29: 商务线旅客运输量恢复较快                           | 12 |
| 图表 30: 预计中国商旅支出于 2024 年恢复至疫情前                 | 12 |
| 图表 31: 疫情管控优化后民航客运量快速回升                       | 13 |
| 图表 32: 疫情管控优化后行业运力快速回升                        | 13 |
| 图表 33: 民航飞机日利用率回升                             | 13 |
| 图表 34: 国际航班量约为 2019 年近五成                      | 13 |
| 图表 35: 国际客运量约为 2019 年 36%                     | 13 |
| 图表 36: 过去三年行业需求减弱                             | 14 |
| 图表 37: 运力引进速度下降                               | 14 |
| 图表 38: 三大航客机规模测算                              | 14 |
| 图表 39: 波音空客交付数在疫情中下滑严重                        | 14 |
| 图表 40: 波音、空客在手订单量仍然高企                         | 15 |
| 图表 41: 2022 年航司机队大单预计于 2024 年后开始交付            | 15 |
| 图表 42: 2008-2010 年三大航供需增速大幅逆转                 | 15 |
| 图表 43: 2009-2010 年三大航业绩明显爆发                   | 15 |
| 图表 44: 行业 RPK 增速已高于 ASK 增速                    | 16 |
| 图表 45: 行业客座率持续回升                              | 16 |
| 图表 46: 票价市场化不断推进                              | 16 |
| 图表 47: 市场调节价航线数量占比近 4 成                       | 17 |
| 图表 48: 2018-2023 年北上广深互飞航线全票价涨幅约 7 成          | 17 |
| 图表 49: 公司国内航线占比较高                             | 18 |
| 图表 50: 国内市场恢复更快                               | 18 |
| 图表 51: 出境旅游目的地偏好以东南亚、东北亚为主 (2019 年)           | 18 |
| 图表 52: 东南亚国家先行开放团体旅行                          | 18 |
| 图表 53: 东南亚、东北亚航线恢复更快                          | 19 |
| 图表 54: 我国国际航权采用分类管理                           | 19 |
| 图表 55: 一类国际航线目录                               | 19 |
| 图表 56: 公司国际线航网覆盖东南亚、澳新等多个地区 (2019 夏秋)         | 20 |
| 图表 57: 公司在澳新和部分东南亚国家是中方最大承运人 (2019 年夏秋)       | 20 |
| 图表 58: 公司国际地区航线客运量恢复较快                        | 21 |
| 图表 59: 南航由天合联盟转向寰宇系                           | 21 |
| 图表 60: 人均乘机次数与人均 GDP 正相关                      | 22 |
| 图表 61: IMF 预测中国人均 GDP 将继续维持增长                 | 22 |
| 图表 62: 测算前二十大航线的提价可为公司增加 52 亿利润               | 22 |

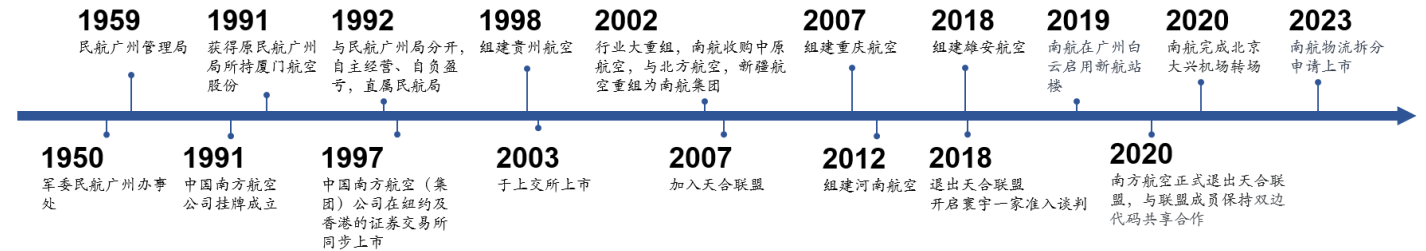
|   |    |
|---|----|
| 图表 63: 规划 2025 年大兴机场旅客吞吐量占北京近半.....           | 22 |
| 图表 64: 公司近 7 航季大兴机场市占均高于 40%.....             | 22 |
| 图表 65: 大兴机场国际航线逐步恢复.....                      | 23 |
| 图表 66: 公司经营数据及收入假设.....                       | 23 |
| 图表 67: 2019 年公司航油成本占成本主体.....                 | 24 |
| 图表 68: 2023 年起公司周转率持续恢复.....                  | 24 |
| 图表 69: 公司成本假设.....                            | 24 |
| 图表 70: 2023 年内人民币兑美元贬值 4%，预计将减少净利润 12 亿元..... | 25 |
| 图表 71: 重要费用率预测.....                           | 25 |
| 图表 72: 可比公司估值比较（市净率法）.....                    | 25 |

## 一、南方航空：规模营收领先，盈利韧性较强

### 1.1 连续并购拓展经营规模

公司是中国最大的航司之一。公司成立于 1991 年，前身为民航广州管理局，1997 年于香港和纽约两地上市，2003 年于上交所上市（股票代码：600029.SH）。2019 年公司旅客运输量居中国各航空公司之首，常年居亚洲第一、世界前列，货邮运输量居世界前十。

图表1：公司并购组建多家地方航空公司



来源：公司官网、维基百科，国金证券研究所

伴随中国民航同步发展。公司前身为民航广州管理局，自 1959 年开始从事航空服务。为配合中国民航局重组，1984 年民航广州管理局下辖“中国南方航空公司”，并于 1991 年正式挂牌成立。次年，民航局实施体制改革，民航与广州局正式分开，成为自主经营、自负盈亏的经济实体，直属民航局。1993 年，“中国南方航空公司”被国家批准更名为“中国南方航空（集团）公司”，并以公司为核心组建中国南方航空集团。

公司通过收购地方航司实现业务扩张。2002 年，根据国务院批准的《民航体制改革方案》，公司收购中原航空，并入新疆航空和中国北方航空，成为中国的三大航空集团之一。通过多次收并购，公司逐步成长为中国拥有最大机队，最多基地、最广泛国内飞行网络、最高飞行频率的航司。

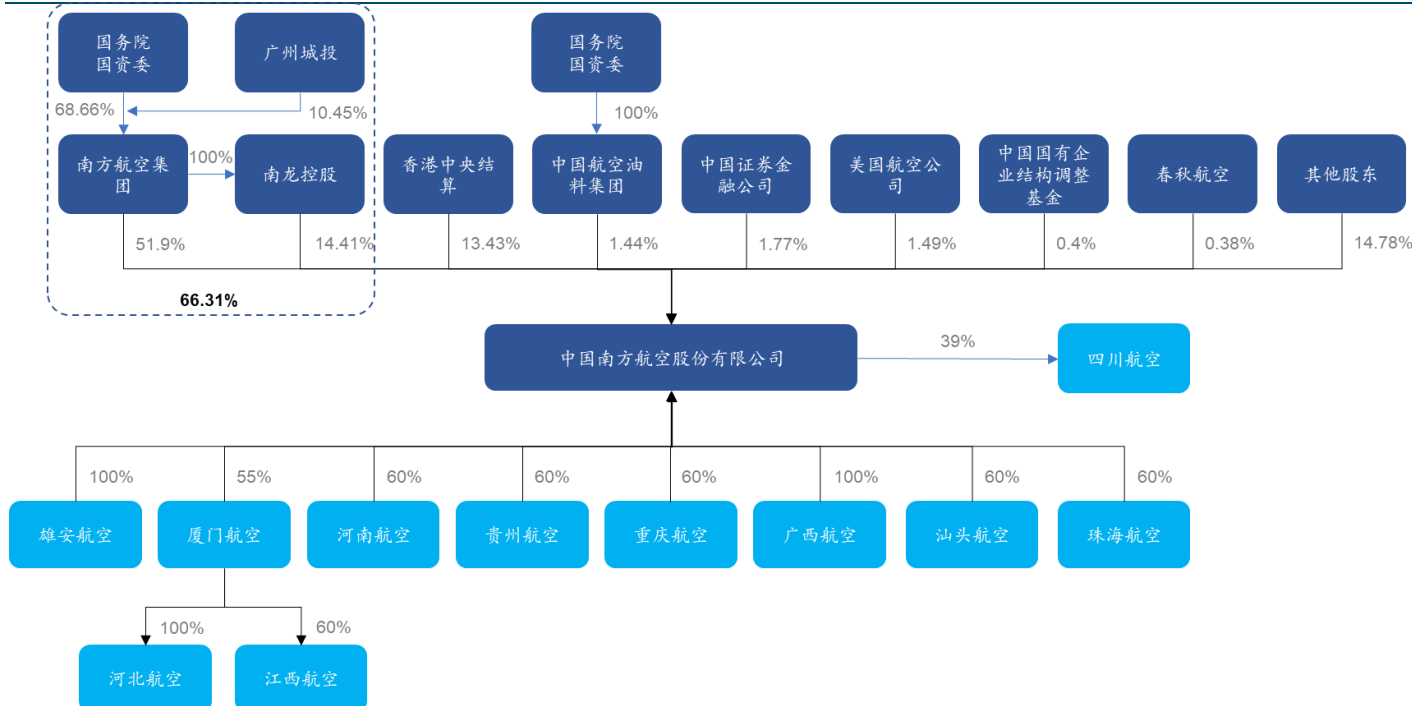
图表2：公司通过多次收并购扩大机队数量与基地机场

| 序号 | 建立/并购航司 | 目前机队数量 | 基地机场          | 目前持股比例    | 其他股东  |
|----|---------|--------|---------------|-----------|---|
| 1  | 厦门航空    | 209    | 厦门高崎国际机场      | 55%       | 厦门建发集团有限公司，福建省投资开发集团有限责任公司                        |
| 2  | 汕头航空    | 16     | 广东揭阳潮汕机场、义乌机场 | 60%       | 汕头航空投资股份有限公司                                      |
| 3  | 珠海航空    | 16     | 珠海金湾机场        | 60%       | 珠海交通集团有限公司  |
| 4  | 贵州航空    | 20     | 贵阳龙洞堡机场       | 60%       | 贵州航空投资控股集团有限责任公司                                  |
| 5  | 中原航空    | /      | 郑州新郑国际机场      | 并入        |   |
| 6  | 四川航空    | 190    | 成都双流国际机场      | 39%       | 四川航空集团有限责任公司，中国东方航空股份有限公司，山东航空股份有限公司，成都银杏金阁投资有限公司 |
| 7  | 新疆航空    | /      | 乌鲁木齐地窝堡国际机场   | 并入        |   |
| 8  | 北方航空    | /      | 沈阳桃仙国际机场      | 并入        |   |
| 9  | 长春北亚航空  | /      | 长春龙嘉国际机场      | 并入        |   |
| 10 | 黑龙江天鹤航空 | /      | 哈尔滨太平国际机场     | 并入        |   |
| 11 | 重庆航空    | 30     | 重庆江北国际机场      | 60%       | 重庆城市交通开发投资（集团）有限公司                                |
| 12 | 河南航空    | 30     | 郑州新郑国际机场      | 60%       | 河南民航发展投资集团有限公司                                    |
| 13 | 河北航空    | 30     | 石家庄正定国际机场     | 厦航持股 100% | 厦航  |
| 14 | 江西航空    | 15     | 南昌昌北国际机场      | 厦航持股 60%  | 厦航，江西航空投资有限公司                                     |

来源：公司公告、各公司官网，国金证券研究所

公司实际控制人为国务院国资委。公司控股股东为南航集团，集团及其全资子公司南龙控股合计持股比例为 66.31%，公司实控人为国务院国资委。此外，公司还控股了包括厦门航空等在内的多家航空公司。

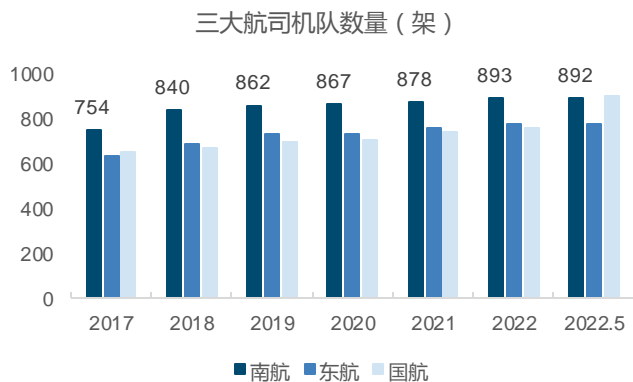
图表3: 公司实控人为国务院国资委



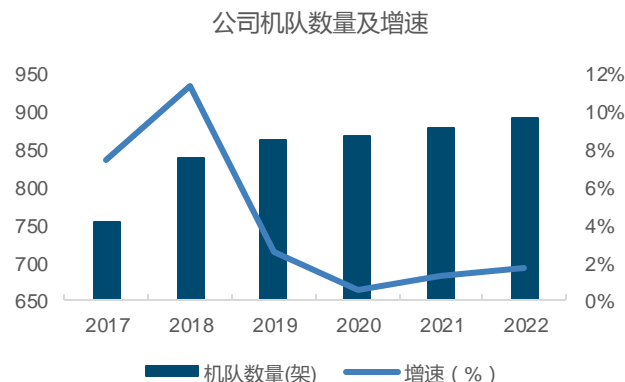
来源: Wind, 天眼查, 国金证券研究所

公司拥有国内航司中规模最大的机队之一。截至 2023 年 5 月, 公司拥有 892 架各类飞机, 为国内航司中规模最大的机队之一, 包括 388 架波音 737 系列, 39 架波音 787 系列, 349 架空客 A320 系列, 40 架空客 A330 系列等, 其中宽体机 (A330、A350、B777、B787 等) 比例为 14.2%。

图表4: 公司机队数量行业领先



图表5: 公司机队数量保持增长



来源: 各公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表6: 公司机队保有情况 (截至 2023 年 5 月)

| 机型        | 自行保有 (架) | 融资租赁 (架) | 经营租赁 (架) | 小计 (架) |
|-----------|----------|----------|----------|--------|
| 空客 350 系列 | 0        | 16       | 0        | 16     |
| 空客 330 系列 | 9        | 24       | 7        | 40     |
| 空客 320 系列 | 119      | 102      | 128      | 349    |
| 波音 787 系列 | 4        | 25       | 10       | 39     |
| 波音 777 系列 | 11       | 21       | 0        | 32     |
| 波音 737 系列 | 132      | 65       | 191      | 388    |
| EMB190 系列 | 6        | 0        | 0        | 6      |
| ARJ21     | 1        | 21       | 0        | 22     |
| 合计        | 282      | 274      | 336      | 892    |

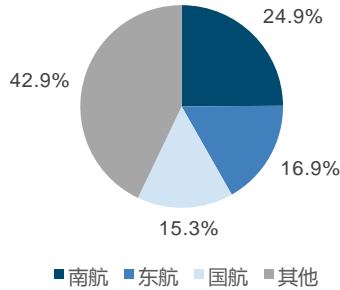
来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 1.2 旅客运输规模领先，大航中唯一仍保有货运板块

公司年旅客运输量为国内航司第一。2022 年公司总旅客运输量 6263 万人次，占比 24.9%，占比第一；疫情前 2019 年公司总旅客运输量为 15162 万人次，占比 23.0%，亦占比第一。2019 年，公司旅客运输量位居全球第五，亚洲第一。

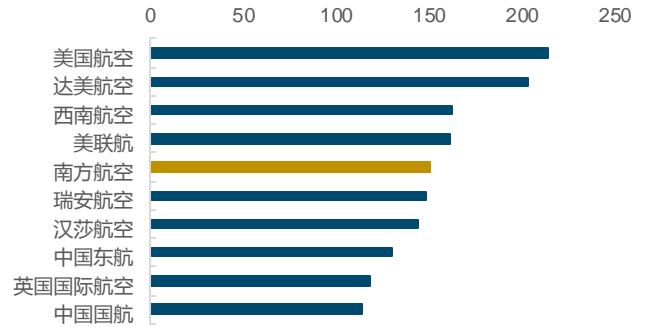
图表7：2022 年公司旅客运输量占比为 25%

2022年国内航司旅客运输量市占率



图表8：公司旅客运输量 2019 年居全球第五

客运量（集团口径，百万）



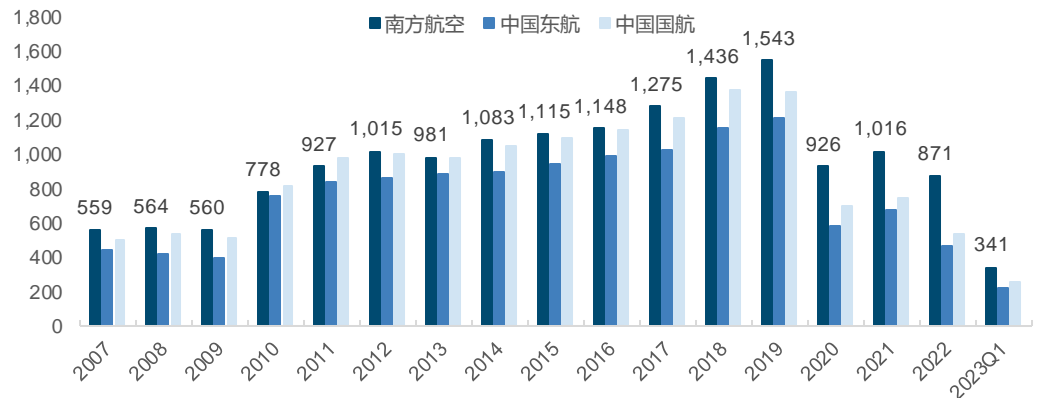
来源：民航局，国金证券研究所

来源：IATA，国金证券研究所

公司营业收入居国内航司第一。2007 年公司营业收入率先突破 500 亿元，2012 年营业收入率先突破 1000 亿元，2019 年峰值营业收入 1543 亿元。

图表9：公司营业收入领跑国内航司

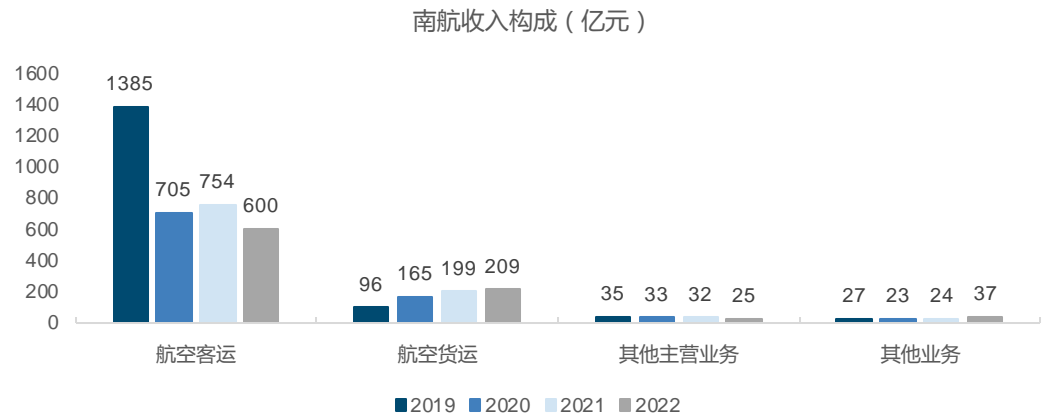
营业收入（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

困境下收入短暂承压。疫情期间因生产数据下降，2022 年公司实现运输收入 809 亿元，同比下降 15.09%，分类别来看，客运收入 600.17 亿元，同比下降 20.39%；货邮收入 208.84 亿元，同比增长了 5.01%。

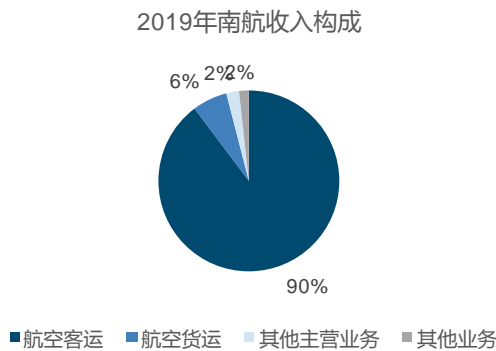
图表10: 公司疫情期间客运收入承压



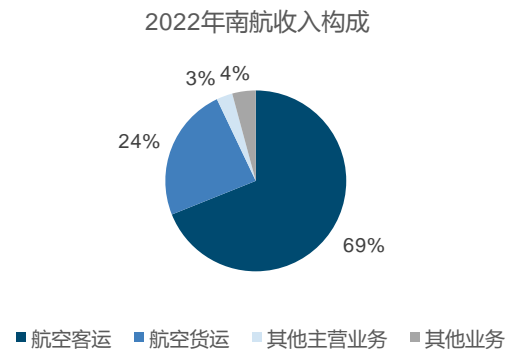
来源: 公司年报, 国金证券研究所

正常年份客运收入占主体, 疫情期间货运占比提高。2019 年公司客运收入 1385 亿, 占比 90%, 货邮收入 96 亿, 占比 6%。三年疫情影响下, 客运收入大幅下滑, 2022 年客运收入 600 亿, 较 2019 年下滑 57%。疫情期间, 国际航线客机腹舱资源大幅缩减, 运力持续紧张, 公司货运收入大幅增长, 2022 年货运收入 209 亿, 较 2019 年增长 117%。

图表11: 2019 年公司收入以客运为主



图表12: 2022 年公司收入中货运比例加大

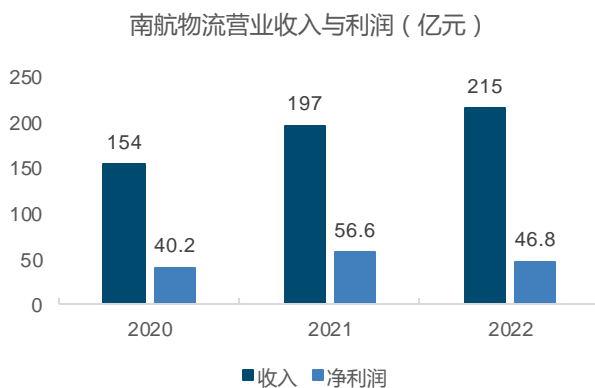


来源: 公司年报, 国金证券研究所

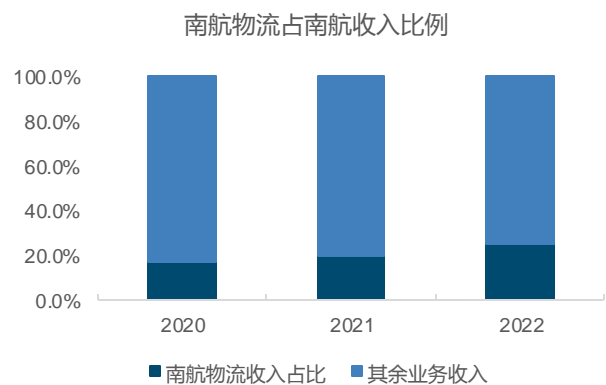
来源: 公司年报, 国金证券研究所

南航物流拆分上市拓宽融资渠道。2018 年 6 月南航物流基于原南航货运部基础成立, 2020 年 12 月南航物流引入上海隐南、钟鼎资本、国新双百等 8 家外部投资机构, 公司仍是控股股东。2023 年 3 月, 公司计划拆分南航物流上市, 将借助货运黄金期登录资本市场, 拓宽南航物流融资渠道, 加强货运物流领域的资本投入, 同时缓解母公司资本支出压力。拆分后南航物流仍为上市公司合并财务报表范围内的控股子公司。

图表13: 疫情期间南航物流收入快速增长



图表14: 过去三年南航物流占公司利润比重提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

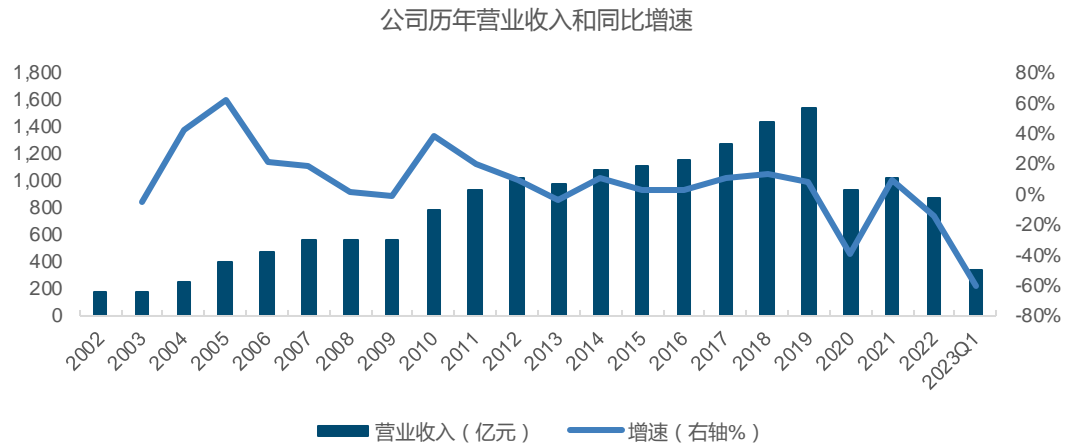
来源: 公司公告, 国金证券研究所



### 1.3 过去三年业绩韧性较强，2023Q1 大幅减亏

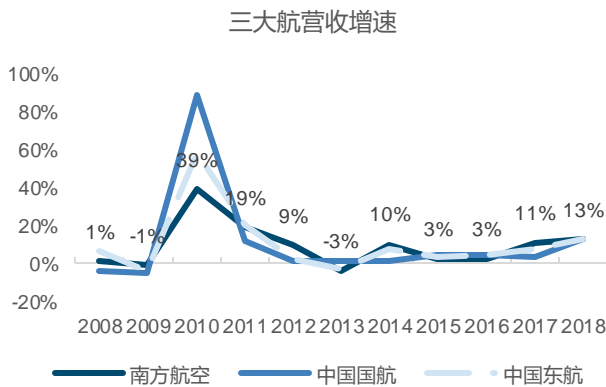
公司疫情前营业收入增长稳定。2019 年公司营业收入为 1543 亿元，为三大航中最多，2002-2019 年复合增长率为 13%；受新冠疫情影响，2020-2022 年公司营业收入显著减少，与行业表现一致；2023 年起随着出行指引限制取消，2023Q1 公司营业收入为 340.55 亿元，同比增长 58.61%。

图表15: 疫情前公司营业收入增长稳定



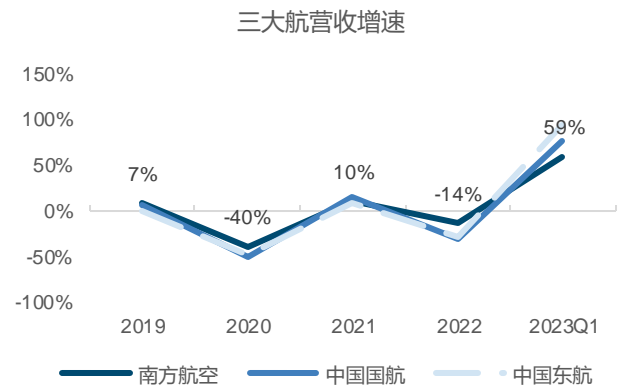
来源：公司年报，国金证券研究所

图表16: 疫情前公司营业收入增速趋势与同行接近



来源：公司年报，国金证券研究所

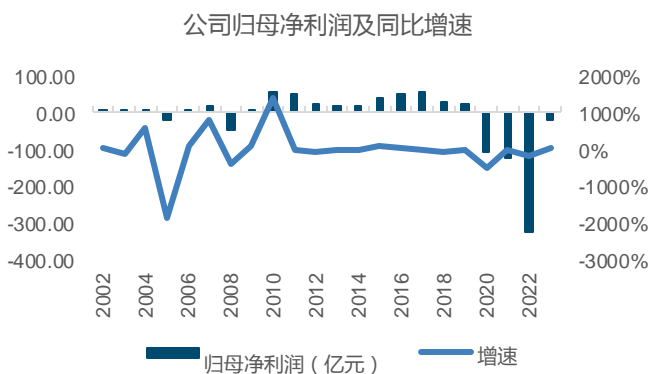
图表17: 疫情后公司营业收入增速趋势与同行接近



来源：公司年报，国金证券研究所

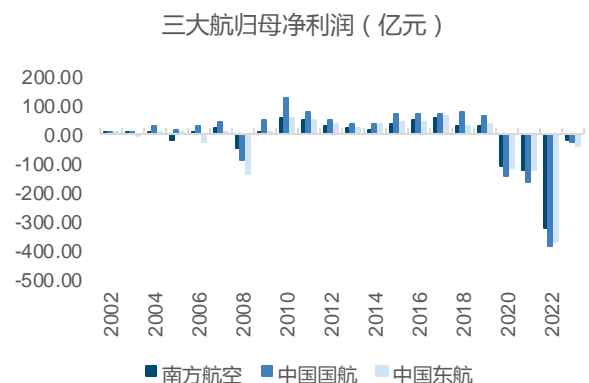
公司疫情前盈利稳定，疫情后承压严重。公司自 2010 年起开始实现稳定盈利，此后直到 2019 年均保持盈利。自 2020 年疫情开始公司亏损逐步加重，2023 年伴随航空需求恢复，2023Q1 公司净利润为-18.98 亿元，同比大幅减亏，三大航中亏损规模最低。

图表18: 公司自 2010 年后至疫情前持续盈利



来源：公司年报，国金证券研究所

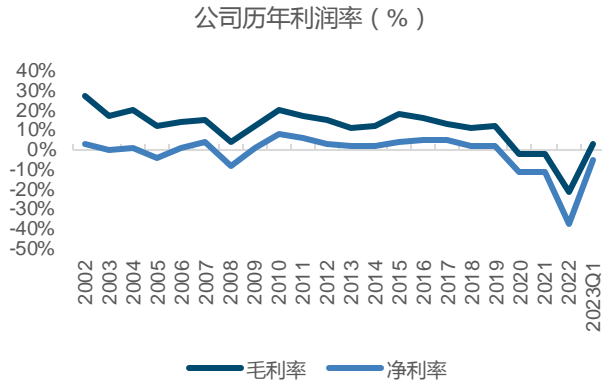
图表19: 公司 2023Q1 大幅减亏



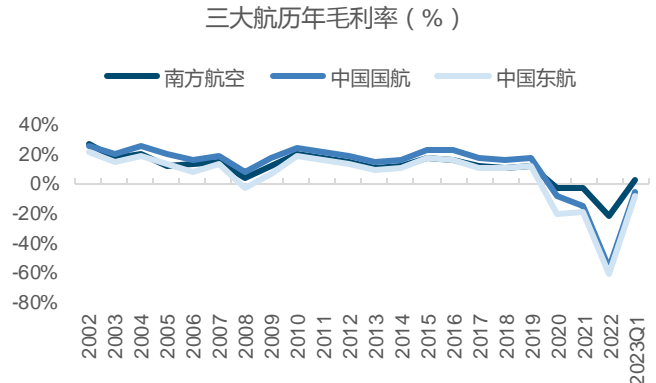
来源：公司年报，国金证券研究所

过去三年毛利率领先其他大航。2010-2019 年公司毛利率维持在 14%左右，净利率维持在 4%左右，低于国航，与东航持平。2020-2022 年得益于国际货运价格大涨，公司 2020-2022 年毛利率分别为-3%/-3%/-22%，同期国航毛利率为-9%/-15%/-57%，东航毛利率为-21%/-19%/-62%，公司领跑其他大航。

图表20: 公司自 10 年后至疫情前利润率稳定



图表21: 公司毛利率波动相对稳定



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

公司尚有存续可转债。公司于 2020 年 10 月发行 160 亿元可转债，期限 6 年，自 2021 年 4 月进入转股期，初始转股价格 6.24 元，当前转股价格 6.17 元。截至 2023 年 6 月，已有 101 亿元南航转债转换成公司 A 股股票，累计转股股数为 16.2 亿股，占南航转债发行前公司已发行股份总额的 10.56%，尚未转股 58 亿元，占可转债发行总量 36.85%。

图表22: 南航转债明细

| 项目         | 说明  |
|------------|---|
| 发行规模 (亿元)  | 160   |
| 利率类型       | 累进利率  |
| 利率说明       | 第一年 0.2%，第二年 0.4%，第三年 0.6%，第四年 0.8%，第五年 1.5%，第六年 2.0% |
| 付息频率       | 1 年   |
| 起息日        | 2020-10-15  |
| 到期日        | 2026-10-15  |
| 上市日期       | 2020-11-03  |
| 初始转股价格 (元) | 6.24  |
| 最新转股价格 (元) | 6.17  |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司发布定增预案，拟引进 50 架飞机。5 月 31 日，南方航空发布定增预案，拟发行 A 股募集不超过 175 亿元，其中 122.5 亿元用于引进 50 架飞机，剩余 52.5 亿元用于补充流动资金；拟发行 H 股募集不超过 29 亿港元，用于补充一般运营资金，其中 A 股认购方为南航集团、H 股认购方为南龙控股。此次飞机引进，与公司已公告的飞机订单相关，考虑分年度逐步引进，预计对供给冲击有限，本次定增将有助于公司扩大机队规模，优化机队结构。

图表23: 南航定增明细 (A 股)

| 项目            | 说明                                      |
|---------------|---|
| 预计募集资金总额 (亿元) | 175                                     |
| 发行对象          | 南航集团 (大股东), 机构投资者, 境内自然人                |
| 大股东认购比例 (%)   | 57.14                                   |
| 用途            | 引进 50 架飞机项目 (122.5 亿元)、补充流动资金 (52.5 亿元) |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表24: 南航定增明细 (H 股)

| 项目             | 说明 |
|----------------|----|
| 预计募集资金总额 (亿港元) | 29 |

| 项目         | 说明                |
|------------|-------------------|
| 发行对象       | 南龙控股              |
| 大股东认购比例(%) | 100%              |
| 用途         | 补充公司一般运营资金(29亿港元) |

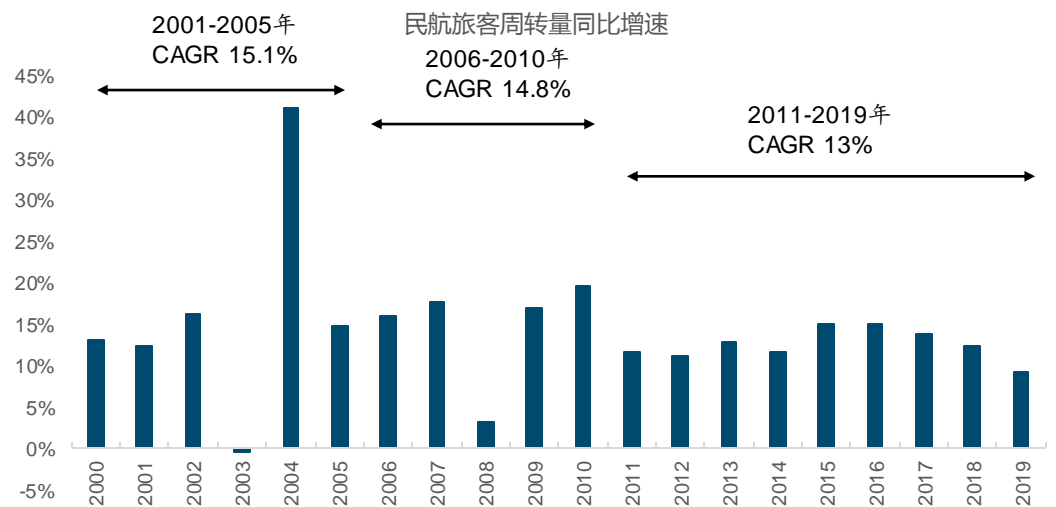
来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、供需错配进行中，行业复苏确定

### 2.1 需求端：航空需求长期呈增长趋势，短期恢复良好

复盘历史，航空出行需求具备韧性。2003年非典、2008年金融危机后，航空需求均恢复增长，2001-2005年民航客运量CAGR为15.1%，2006-2010年民航旅客周转量CAGR为14.8%，平滑后依然维持双位数增长。

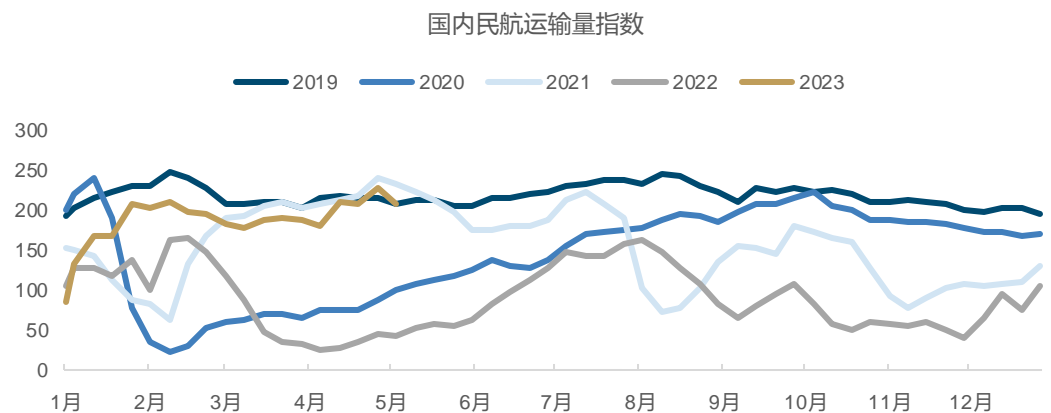
图表25：2003年非典、2008年金融危机后民航需求恢复增长



来源：民航局，国金证券研究所

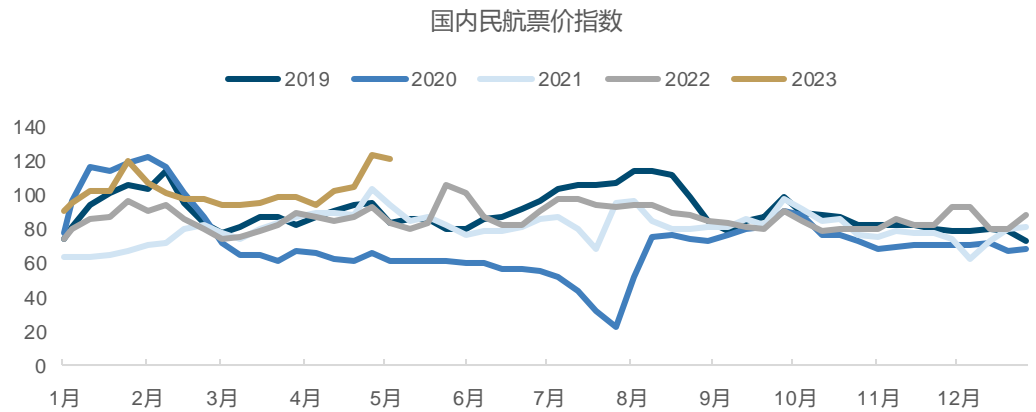
我国航空需求依旧旺盛。回顾疫情期间防控较好和年初防控措施优化后的公共假日，票价和客运量均超过疫情前水平。2020年国庆期间，国内民航运输量与票价指数与2019年同期持平；2021年及2023年五一期间，国内民航运输量与票价指数均超过2019年。

图表26：2021年及2023年五一假期，国内民航运输量指数超过2019年



来源：TravelSky，国金证券研究所

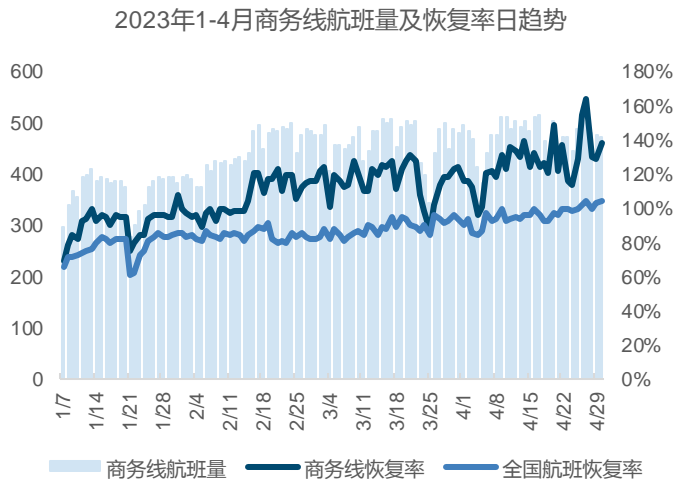
图表27: 2021年及2023年五一假期, 国内民航票价指数均高于2019年



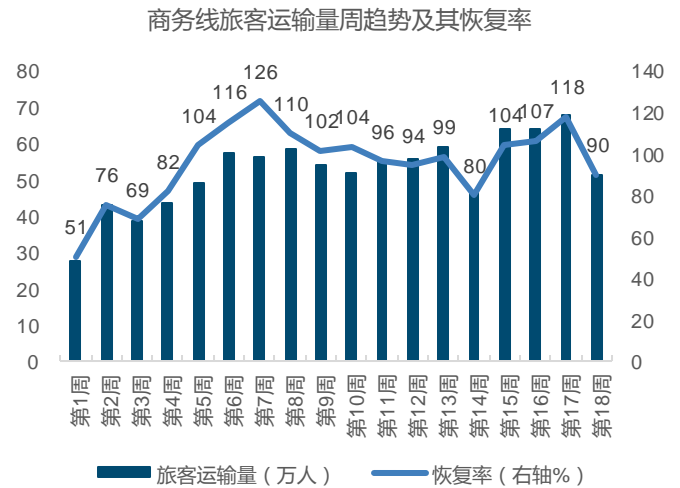
来源: TravelSky, 国金证券研究所

公商务出行需求开始恢复。根据航班管家数据, 公商务需求恢复领跑。截至2023年4月底(16周), 国内商务线航班量恢复峰值已经达到2019同期163%, 商务线旅客运输量峰值达到同期107%。此外, 根据GBTA(全球商旅协会)预测, 全球/中国的商务旅行市场有望在2026/2024年恢复至疫情前水平, 全球商务旅行支出总额将超过14000亿美元。

图表28: 商务航线恢复率高于行业整体



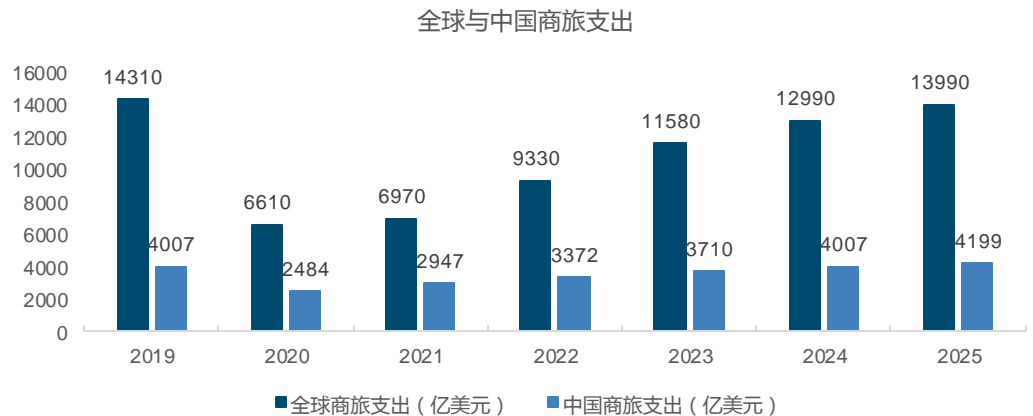
图表29: 商务线旅客运输量恢复较快



来源: 航班管家, 国金证券研究所

来源: 航班管家, 国金证券研究所

图表30: 预计中国商旅支出于2024年恢复至疫情前



来源: GBTA, 国金证券研究所

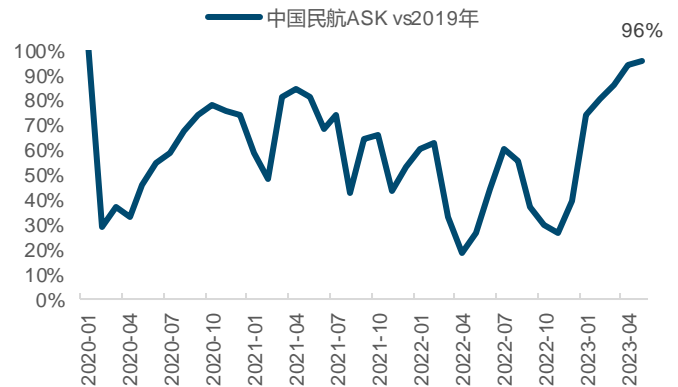
2022 年末疫情管控优化后，民航环境整体复苏。从国内航线上看，截止 2023 年 5 月，较 2019 年同期比较，民航客运量恢复至 95%；民航可用座公里恢复至 96%；周转效率上，民航飞机利用率整体恢复至 8.2 小时/日，恢复至 2019 年同期 89%。

图表31: 疫情管控优化后民航客运量快速回升



来源：民航局、国金证券研究所

图表32: 疫情管控优化后行业运力快速回升



来源：Wind、国金证券研究所

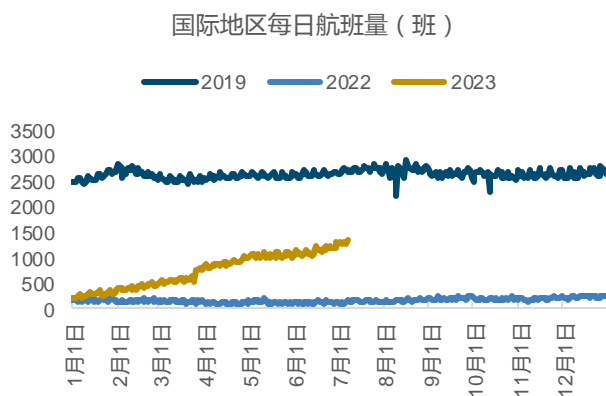
图表33: 民航飞机日利用率回升



来源：民航局、国金证券研究所

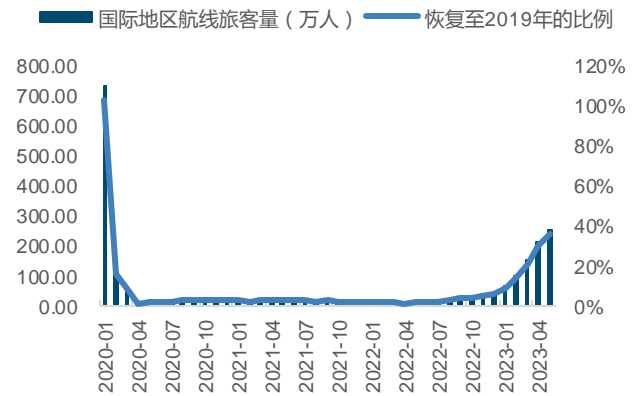
国际恢复加快。今年以来国际及地区航班量快速恢复，每日航班量自年初的日均 200 余班恢复至 7 月 7 日的 1351 班，恢复至 2019 年同期 50%。从国际客运量上，2023 年 5 月民航客流达到 253.3 万人，较 2019 年同期恢复至 36%。

图表34: 国际航班量约为 2019 年近五成



来源：航班管家、国金证券研究所

图表35: 国际客运量约为 2019 年 36%

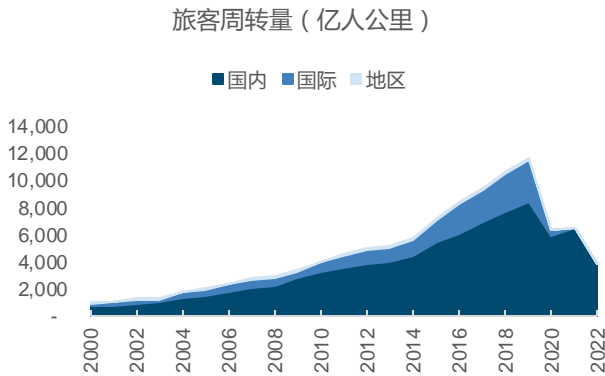


来源：Wind、国金证券研究所

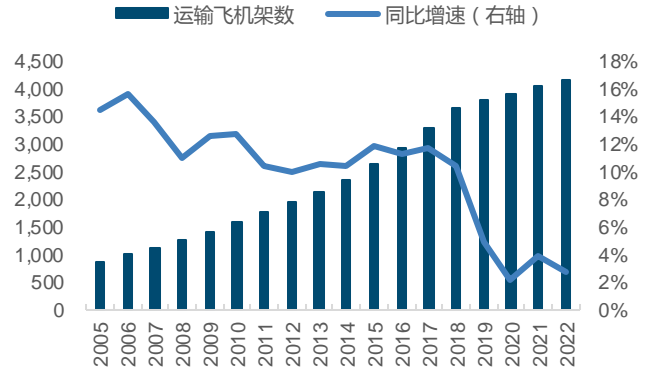
## 2.2 供给端：内部引进意愿弱，外部供应有限

过去数年行业需求减弱，运力引进下降。疫情期间民航客运市场萎缩，航司机队引进意愿减弱，2022 年旅客周转量 3913 亿人公里，为 2019 年同期 33%；航司机队净增 111 架，年增长率为 3%，远低于“十三五”期间年均增长值 8%。

图表36：过去三年行业需求减弱



图表37：运力引进速度下降



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

未来航司引进机队意愿较弱。根据三大航 2022 年年报，预计未来三年飞机引进仍将维持较低速度。国航/东航/南航预计至 2025 年客机机队数量达 806/852/1040 架，三年间计划分别引入 49/77/161 架客机，3 年间 CAGR 分别为 2%/3%/6%，均低于各自“十三五”期间机队引进速度。

图表38：三大航客机规模测算

| 航司 | 客机机队规模预测 (架) |       |       |       | 客机机队规模增速 |       |       |                |                 |
|----|--------------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|----------------|-----------------|
|    | 2022         | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E    | 2024E | 2025E | 2015-2019 CAGR | 2022-2025E CAGR |
| 国航 | 757          | 765   | 798   | 806   | 1%       | 4%    | 1%    | 5%             | 2%              |
| 东航 | 775          | 797   | 824   | 852   | 3%       | 3%    | 3%    | 8%             | 3%              |
| 南航 | 879          | 935   | 988   | 1040  | 6%       | 6%    | 5%    | 7%             | 6%              |

来源：各公司公告，国金证券研究所

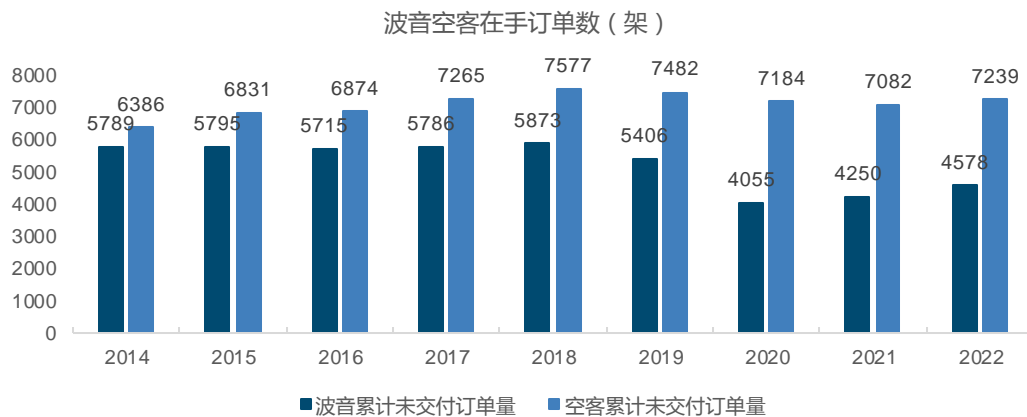
外部制造商供应能力有限，交付延迟或存不确定性。疫情初期波音、空客两大飞机制造商交付量下降，至今未完全恢复。考虑波音 737MAX 影响，波音采用 2018 年为对比年份，空客采用 2019 年为对比年份，相较于疫情前交付数峰值，波音近 4 年交付数分别达到 47.1%/19.5%/42.2%/59.6%，空客近三年交付数分别达到 65.6%/70.6%/76.8%。

图表39：波音空客交付数在疫情中下滑严重



来源：波音官网、空客官网，国金证券研究所

图表40: 波音、空客在手订单量仍然高企



来源: 波音官网、空客官网, 国金证券研究所

2022年新运力订单供给冲击有限。2022年7月, 三大航公告296架空客订单, 空客订单仅国航少量能在2023年交付, 其他均主要集中在2024年下半年后交付, 考虑飞机将有退出, 预计供给冲击有限。同时, 受制于供应链问题, 上述订单是否能全部准时交付仍存不确定性。此外, 国产飞机提供运力补充仍需时间, 目前中国商飞C919机型正式投入商业运营, 但其产能仍在爬坡中, 难以快速提供短期运力补充。

图表41: 2022年航司机队大单预计于2024年后开始交付

| 航司          | 购买数量 | 购买机型    | 购买基本价格  | 交付时间  |
|-------------|------|---------|---------|---|
| 国航 (包含深圳航空) | 96   | A320NEO | 122 亿美元 | 国航拟购买的飞机计划于 2023 至 2027 年分批交付; 深圳航空拟购买的飞机计划于 2024 至 2026 年分批交付  |
| 南航 (包含厦门航空) | 136  | A320NEO | 171 亿美元 | 南方 (不含厦航): 2024 年交付 30 架, 2025 年交付 40 架, 2026 年交付 19 架, 2027 年交付 7 架<br>2024 年计划交付 28 架, 2025 年计划交付 31 架, 2026 年计划交付 34 架, 2027 年计划交付 7 架 |
| 东航          | 100  | A320NEO | 128 亿美元 |   |

来源: 公司公告、民航局, 国金证券研究所

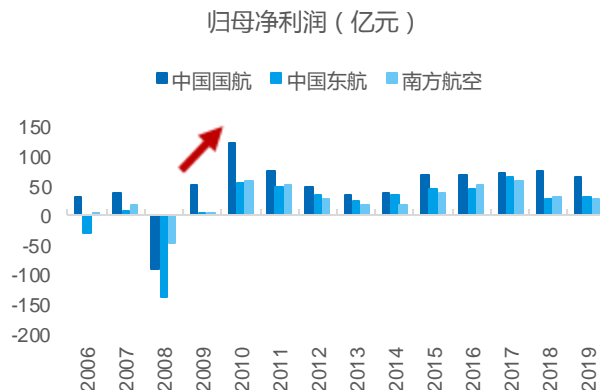
### 2.3 供需错配叠加票价市场化效应, 业绩反弹可期

需求恢复过程中供需增速将逆转, 高景气可期。在国际放开的过程中, 国内过剩运力回归国际, 国内国际市场恢复供需平衡, 客座率将回归正常。过去两年, 行业的需求增速大幅低于供给增速, 而在国际逐渐恢复的过程中, 将出现需求增速高于供给的现象。参照 2009-2010 年供需增速大幅逆转后航司业绩普遍大幅改善的规律, 预计未来有望再现景气恢复。

图表42: 2008-2010年三大航供需增速大幅逆转



图表43: 2009-2010年三大航业绩明显爆发

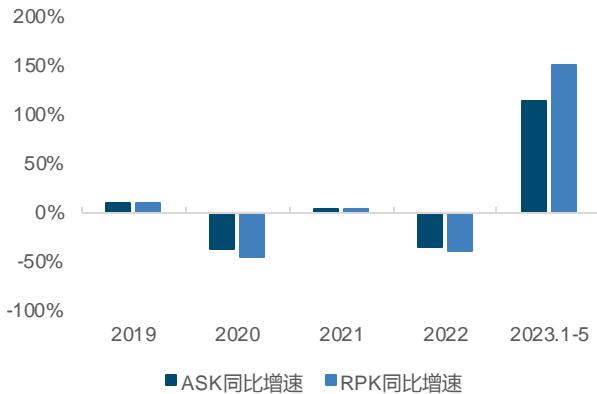


来源: WIND, 国金证券研究所

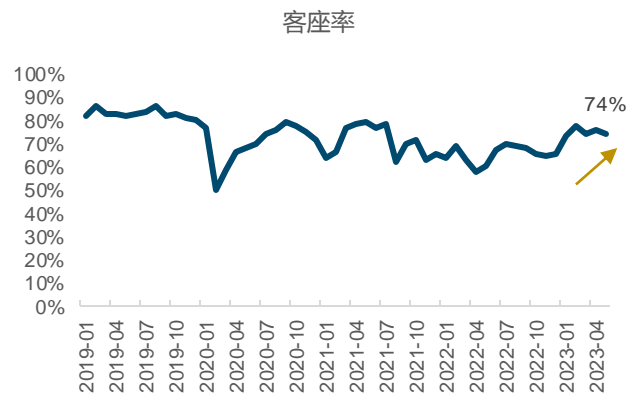
来源: 公司年报, 国金证券研究所

供需差已产生，静待业绩大幅改善。过去两年，行业需求增速大幅低于供给增速，而在放开后5个月内行业 RPK-ASK 增速持续增长，客座率快速回升，供需差持续扩大。

图表44：行业 RPK 增速已高于 ASK 增速



图表45：行业客座率持续回升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

票价市场化将进一步释放票价弹性，增厚利润。2004 年以来，我国航空运价逐步放开，越来越多的航线实现市场定价，2020 年进一步扩大市场调节价航线的范围：3 家以上（含 3 家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价。据统计，2020 年已有接近 1700 条航线实行市场调节价，接近国内航线数量的 40%。

过去三年多，全票价提价仍在进行，北上广深互飞航线已提价 6 次，全票价累计增长 70% 多。未来随着国际线逐步恢复，供需逆转将带动票价提升，叠加票价市场化打开票价上涨的空间，预计公司业绩将大幅反弹。

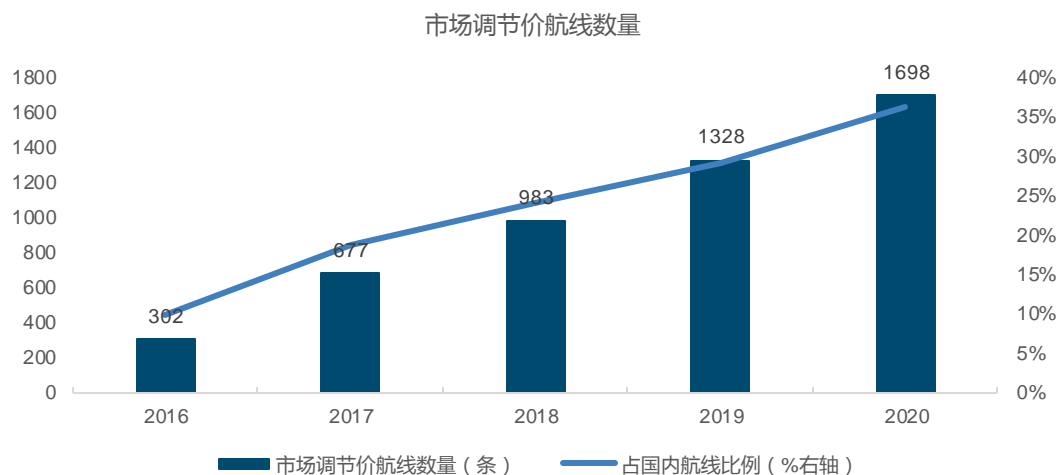
图表46：票价市场化不断推进

| 年份          | 政策名称                                 | 主要内容  |
|-------------|--------------------------------------|---|
| 2004 年 3 月  | 《民航国内航空运输价格改革方案》，《关于国内航空运价管理有关问题的通知》 | 规定国内航空运价以政府指导价为主，政府价格主管部门由核定航线具体票价转变为确定航空运输基准价+浮动幅度(0.75 元/客公里+上浮不超过 25%及或下浮不超过 45%)，并批准 94 条短途航线实行市场调节价  |
| 2010 年 4 月  | 《关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》           | 国内航空公司头等舱、公务舱的票价，从 2010 年年 6 月 1 日起实行市场调节价，各航空公司可以根据市场状况自主定价；对实行政府指导价的国内航线，取消票价下浮幅度限制   |
| 2014 年 11 月 | 《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》         | 在 2004 年的旧标准基础上对基准票价的计算公式做了更析，普通航线旅客运输基准票价最高水平=LOG(150, 航线距离 X0.6) X 航民距离 X1.1；高原航线旅客运输基准票价最高水平=LOG(150, 航线距离 X0.6) X 航线距离 X1.3。航空公司可以基准票价为基础，在上浮不超过 25%，下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平 |
| 2016 年 10 月 | 《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》          | 进一步扩大市场调节价航线范围，800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定，此次政策新增市场调节价国内航线 375 条  |
| 2017 年 12 月 | 《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》       | 有 5 家及以上航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客票价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定；每航季调整的航线条数，原则上不得超过本企业上个航季运管实行市场调节价航线总数的 15%，不足 10 条航线的最多可以调整 10 条，这价涨幅不得超过 10%  |
| 2020 年 12 月 | 《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》         | 自 2020 年 12 月 1 日起，3 家以上(含 3 家)航空运输企业参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价；此次政策新增市场调节价国内航线 370 条  |

来源：民航局，国金证券研究所



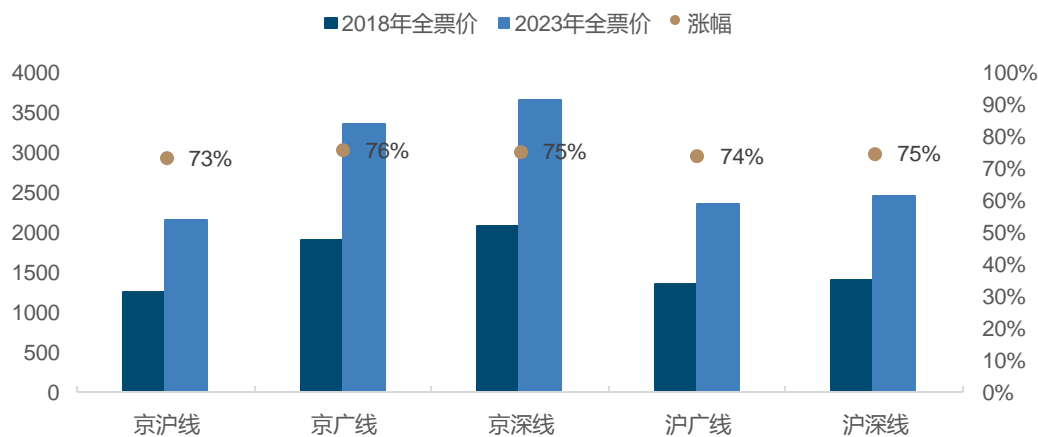
图表47: 市场调节价航线数量占比近4成



来源: 民航局, 国金证券研究所

过去三年即使疫情反复导致需求疲软, 航司全票价提价仍在进行, 带来巨大票价调节空间。2020-2022年北上广深互飞航线已提价6-7次, 全票价累计增长约70%。

图表48: 2018-2023年北上广深互飞航线全票价涨幅约7成



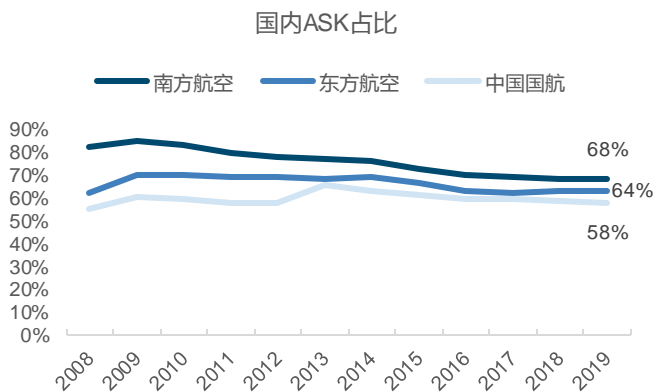
来源: 民航局, 携程, 国金证券研究所

### 三、局部市场复苏, 契合公司优势, 预计盈利率先改善

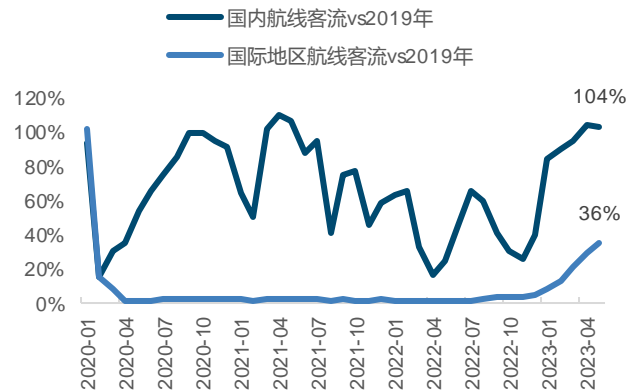
#### 3.1 中期局部市场复苏, 公司经营有望率先恢复

国内市场恢复快于国际市场, 公司将率先获益。传统航司中, 公司国内航线占比更高。2019年, 三大传统航司中, 南航/东航/国航国内航线运力占比分别为68%/64%/58%, 公司常年国内航线占比高于其他大型航司, 海外运力回投国内市场的压力较轻。目前国内航空市场恢复较快, 公司优势得以发挥, 预计盈利率先改善。

图表49：公司国内航线占比较高



图表50：国内市场恢复更快



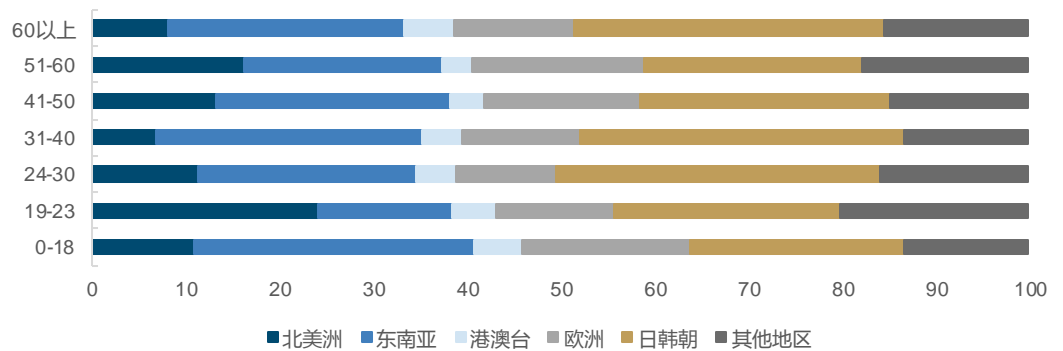
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

东南亚地区旅行备受国人青睐。疫情前，得益于较低的消费物价，较短的旅行时长，独特的海岛自然体验和便捷的签证条件等原因，东南亚一直是中国游客偏好的海外旅行目的地。2019年中国是泰国最大的客源国，众多东南亚短线国家以及免签、落地签海岛备也受国人青睐。

图表51：出境游目的地偏好以东南亚、东北亚为主（2019年）

中国游客出境游目的地偏好（%）



来源：TravelSky，国金证券研究所

东南亚团体出境旅行首批放开，公司有望受益。1月20日，文化和旅游部公布试点恢复出境旅行团队国家名单，共计20国，以传统东南亚旅行国家新马泰、印尼、柬埔寨、菲律宾等国为主。公司作为疫情前中方最大承运人，预计在海外机场的地面服务、机场排班、后勤保障等方面都具有先发和体量优势。3月10日，文化和旅游部发布《关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游业务的通知》，新增公布了40国出境游名单，加上此前公布的第一批试点恢复出境游和相关业务的泰国、印度尼西亚、柬埔寨等20个国家，目前共计60个国家恢复了团队游业务。

图表52：东南亚国家先行开放团体旅行

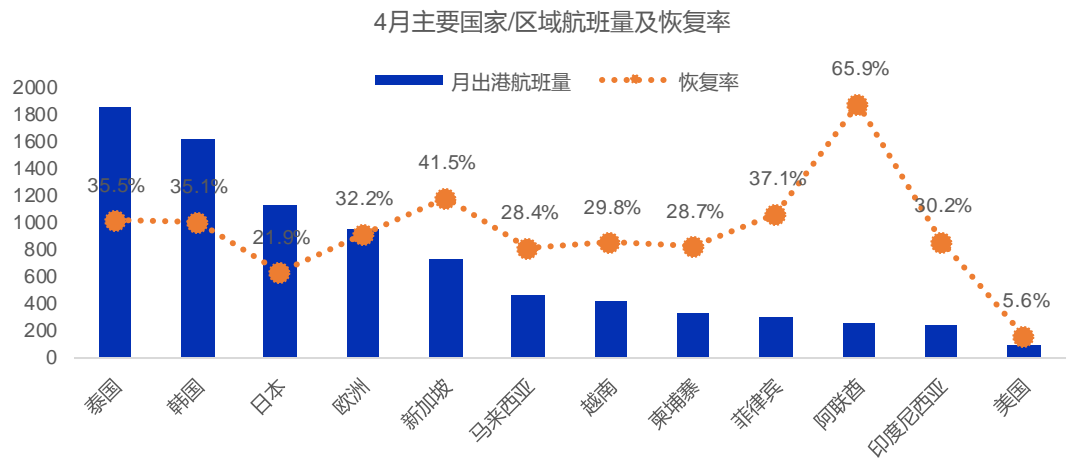
| 放开时间             | 数量  | 国家名单  |
|------------------|-----|---|
| 第一<br>批<br>2月6日  | 20国 | 泰国、印度尼西亚、柬埔寨、马尔代夫、斯里兰卡、菲律宾、马来西亚、新加坡、老挝、阿联酋、埃及、肯尼亚、南非、俄罗斯、瑞士、匈牙利、新西兰、斐济、古巴、阿根廷。  |
| 第二<br>批<br>3月15日 | 40国 | 尼泊尔、文莱、越南、蒙古、伊朗、约旦、坦桑尼亚、纳米比亚、毛里求斯、津巴布韦、乌干达、赞比亚、塞内加尔、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、塞尔维亚、克罗地亚、法国、希腊、西班牙、冰岛、阿尔巴尼亚、意大利、丹麦、葡萄牙、斯洛文尼亚、瓦努阿图、汤加、萨摩亚、巴西、智利、乌拉圭、巴拿马、多米尼加、萨尔瓦多、多米尼克、巴哈马。 |

来源：文旅办，国金证券研究所

国际航线目的地航班量恢复快慢有别，东南亚东北亚等航线优先恢复。基于当前的出境游政策、签证处理能力、航权谈判进展等因素，目前东南亚、东北亚航线恢复较快，北美航线恢复较慢。2023年4月，泰国航班量恢复至2019年35.5%，韩国恢复至35.1%，新加坡恢复至41.5%，马来西亚/越南/柬埔寨/印尼均恢复至3成，而美国航班量仅为

2019 年同期 5.6%。

图表53: 东南亚、东北亚航线恢复更快



来源: 航班管家, 国金证券研究所

由于无航权限制, 后续预计东南亚、大洋洲航线将持续率先恢复。我国国际航权采用分类管理, 二类远程国际航线难获取。根据《国际航权资源配置和使用管理办法》, 至东盟十国等航权开放的周边国家的航线为一类国际航线; 至其他国家的航线为二类国际航线, 并进一步将二类国际航线细分为二类远程国际航线(美洲、欧洲但不包括俄罗斯、大洋洲、非洲)和二类非远程国际航线。其中, 二类远程国际航线的获取难度相对较大。

图表54: 我国国际航权采用分类管理

| 分类        | 说明   | 主要内容   |
|-----------|--|--|
| 一类国际航线    | 我国至航权开放国家的航线或航权部分开放国家的协议开放航线                 | 不限定指定承运人数量、航线表、运营班次及运力安排   |
| 二类远程国际航线  | 中国国内航点至美洲、欧洲(不含俄罗斯)、大洋洲、非洲航点的二类国际航线为二类远程国际航线 | <p>二类远程客运国际航线逐步引入竞争。对于已有空运企业运营的二类远程客运国际航线, 满足下列条件之一的, 可以新增一家承运人, 且自经营许可颁发之日起3年内不批准其他空运企业新进入该航线(空运企业未在规定期限内开航或在飞空运企业注销航线经营许可的情形除外):</p> <p>(一) 中方空运企业经营班次份额低于70%且中外方空运企业平均每周总班次(一个往返计算为1班)达到14班(含)的;</p> <p>(二) 未满足第(一)款条件, 但自本办法施行之日起, 空运企业独家经营6年(含)以上的。</p> |
| 二类非远程国际航线 | 其他国际航线                                       | 二类非远程国际航线在符合航权安排的情况下, 不限制承运人数量。  |

来源: CAAC, 《国际航权资源配置和使用管理办法》, 国金证券研究所

图表55: 一类国际航线目录

| 序号 | 国家  | 适用航线  |
|----|---|---|
| 1  | 新加坡、马来西亚、泰国、越南、缅甸、文莱、老挝、柬埔寨、菲律宾、印度尼西亚、马尔代夫、澳大利亚、智利、格鲁吉亚 | “中国境内地点(不含港澳台地区)-对应国家境内地点”往返航线  |
| 2  | 美国  | <p>1、“中国境内地点(不含港澳台地区)-美国塞班、关岛”往返客运航线</p> <p>2、“中国三区-美国境内点”往返客运航线</p> <p>3、“中国境内地点(不含港澳台地区)-美国”往返全货运航线</p> |

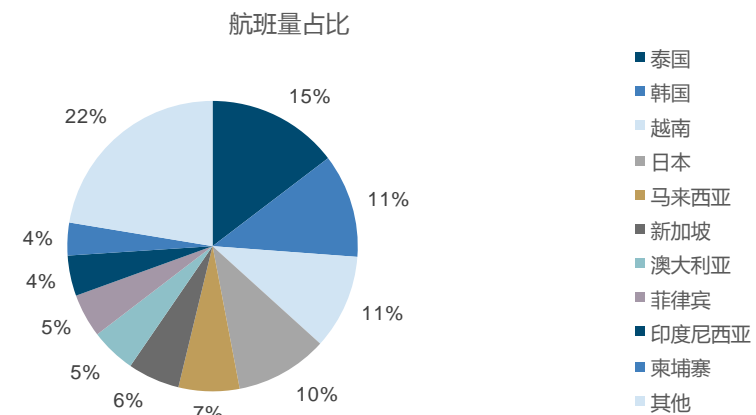
| 序号 | 国家              | 适用航线                              |
|----|-----------------|-----------------------------------|
| 3  | 瑞典、丹麦、挪威、英国、新西兰 | “中国境内地点（不含港澳台地区）-对应国家境内地点”往返全货运航线 |

来源：CAAC，《国际航权资源配置和使用管理办法》，国金证券研究所

公司已成为中国大陆至大洋洲、东南亚的第一承运人。在广州，公司持续 10 年稳步建设“广州之路”（Canton Route），2019 年公司在广州白云机场的通航点达 163 个，其中国际及地区通航点 55 个，与东南亚主要城市形成“4 小时航空交通圈”，使东南亚航线成为公司传统优势航线。2019 年公司在新西兰，澳大利亚（中国游客出境目的地份额排名第 12 位，下同），印度尼西亚（11 位），越南（3 位），菲律宾（13 位），马来西亚（7 位），新加坡（6 位），柬埔寨（8 位）七国都是中方最大承运人。

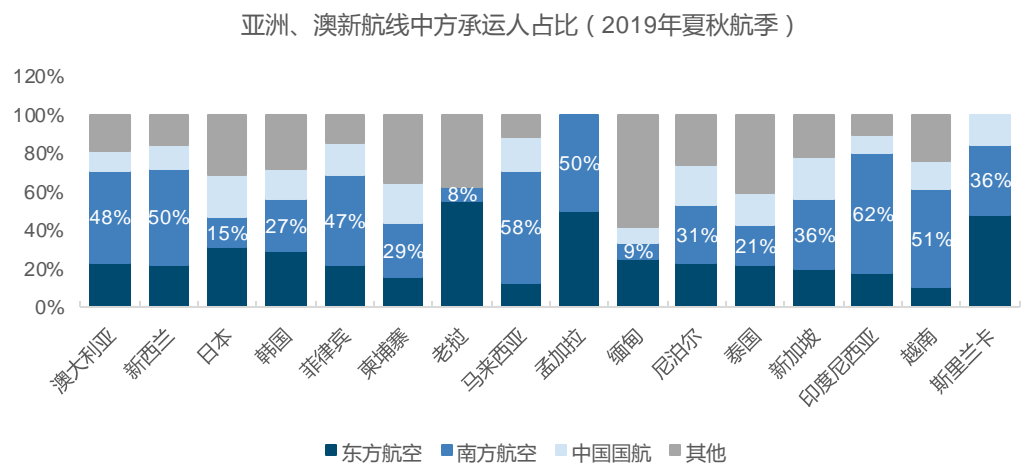
东南亚、大洋洲国际航线较快的恢复速度，将有助于公司率先实现国内国际运力结构的平衡发展。

图表56：公司国际线航网覆盖东南亚、澳新等多个地区（2019 夏秋）



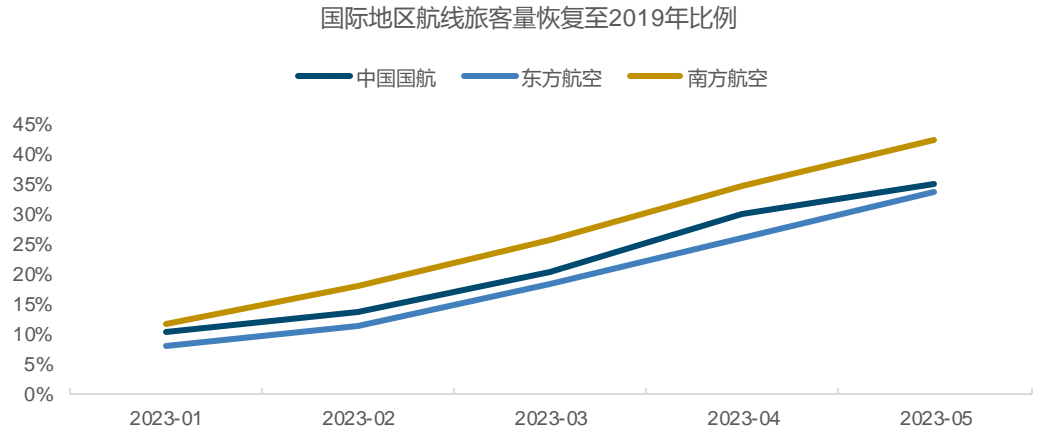
来源：preflight，国金证券研究所

图表57：公司在澳新和部分东南亚国家是中方最大承运人（2019 年夏秋）



来源：Preflight，国金证券研究所

图表58: 公司国际地区航线客运量恢复较快



来源: Wind, 国金证券研究所

航司联盟更迭“退盟不离群”，不影响国际合作。随着东航与达美航空、法荷航在天合联盟内战略合作逐步加深，与其有航线重叠的南航最终转向寰宇系。公司与天合原有成员双边合作基本为“退盟不离群”，同时公司又与美国航空、卡塔尔航空建立新代码共享合作，公司在拓展国际航线网络和提高会员服务价值方面机会有望增多。

图表59: 南航由天合联盟转向寰宇系

| 时间      | 事件                        | 影响   |
|---------|---------------------------|--|
| 2007.11 | 南航加入天合联盟                  | /  |
| 2015.9  | 东航与达美航空股份认购               | /  |
| 2017.3  | 美国航空认购南航约 2% 股份，达成了战略合作协议 | 双方启动代码共享和联运协议  |
| 2017.7  | 东航与达美航空各购法荷航 10% 股份       | 东航，达美，法荷航的天合系联盟基本成型  |
| 2018.11 | 南航宣布退出天合联盟                | 退出联盟后，南航采用双边合作的方式与部分成员航空公司保持代码共享。非合作航司包括达美航空和中国东航，合作航司包括法荷航在内的几乎其余所有原成员。 |
| 2018    | 卡塔尔航空连续五次买入南航，双方代码共享      | 南航、英国航空、美国航空、卡塔尔航空的寰宇系联盟基本成型   |
| 2022.12 | 寰宇一家内部讨论邀请南航加入联盟          | /  |

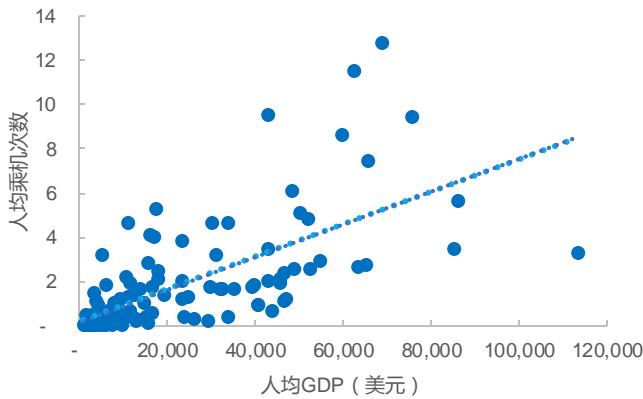
来源: 各公司官网, 国金证券研究所

### 3.2 远期收益品质提升，票价收益弹性巨大

航空出行需求与经济发展高度相关。商务出行和因私出行均与经济发展相关度高。(1) 商务旅客的出行需求与宏观经济相关度高，经济周期的波动会对商务旅客航空出行需求造成影响；(2) 因私出行旅客的出行需求多来自旅游，随着人均 GDP 的不断提升，消费水平随之提升，旅游出行的人数和比例将保持稳定增长，推动航空客运需求持续上行。

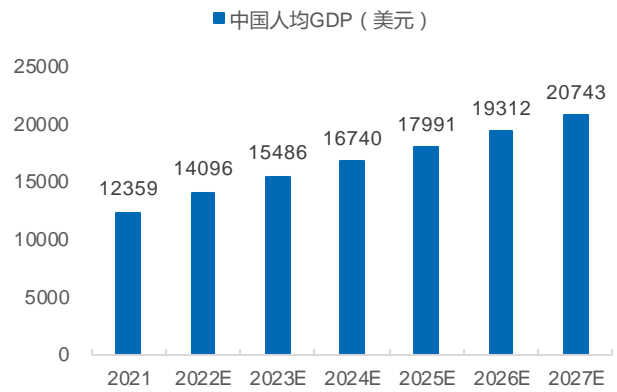
中国公民乘机次数存提升空间。公民人均乘机次数与人均 GDP 呈正相关的关系，经济越发达，则人均乘机次数越高。按照 IMF 的预测，中国人均 GDP 将持续增长，故中国公民的人均乘机次数也将伴随经济发展而增长。

图表60: 人均乘机次数与人均 GDP 正相关



来源: 世界银行, 国金证券研究所

图表61: IMF 预测中国人均 GDP 将继续维持增长



来源: IMF, 国金证券研究所

票价市场化效应将大幅提升公司盈利能力。以 2018 年为基准静态测算前 20 大航线提价效应, 假设折扣率下降 10%, 公司净利润有望增加 52 亿元。考虑到供需优化、客运量提升、票价市场化的持续推进、以及更多航线的提价效应, 公司利润增量的弹性将会更大。

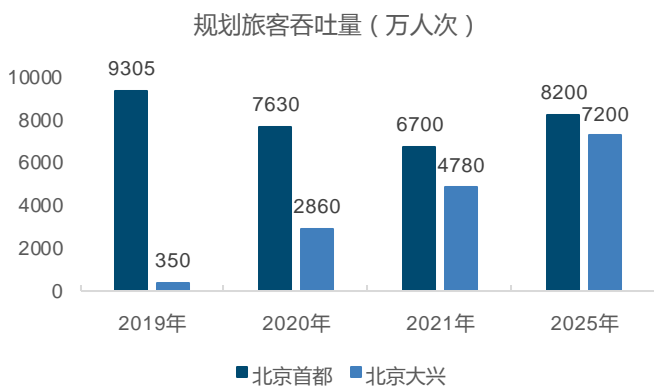
图表62: 测算前二十大航线的提价可为公司增加 52 亿利润

| 序号     | 航线    | 2018 年全票价 (元) | 2023 年全票价 (元) | 收入增量 (亿元) |
|--------|-------|---------------|---------------|-----------|
| 1      | 北京-上海 | 1240          | 1630          | 1.2       |
| 2      | 上海-深圳 | 1540          | 2030          | 4.7       |
| 3      | 广州-上海 | 1480          | 2140          | 6.7       |
| 4      | 广州-北京 | 2100          | 3060          | 8.3       |
| 5      | 成都-北京 | 1690          | 2950          | 7.0       |
| 6      | 北京-深圳 | 2080          | 3320          | 11.3      |
| 7      | 成都-上海 | 1760          | 2560          | 0.5       |
| 8      | 广州-成都 | 1570          | 2270          | 3.5       |
| 9      | 广州-杭州 | 1290          | 1700          | 1.8       |
| 10     | 杭州-北京 | 2000          | 3210          | 1.6       |
| .....  | ..... | .....         | .....         | .....     |
| 预计收入增量 |       |               |               | 69        |
| 预计利润增量 |       |               |               | 52        |

来源: Wind, 携程, 国金证券研究所

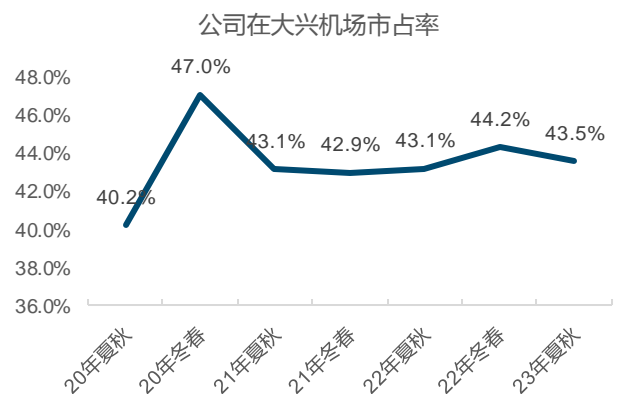
大兴转场进一步为公司带来航权空间。根据 2018 年民航局《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》, 至 2025 年大兴机场规划旅客吞吐量期望达到 7200 万人次, 约占北京市场 47%。过去公司在首都机场的时刻占比有限, 公司是大兴机场的主基地航司, 公司在北京市场的时刻数量将有望明显增长, 是转场的最大受益方。

图表63: 规划 2025 年大兴机场旅客吞吐量占北京近半



来源: “一市两场”航班时刻资源配置方案, 国金证券研究所

图表64: 公司近 7 航季大兴机场市占均高于 40%



来源: preflight, 国金证券研究所

区位差异无损公司在国际旅行市场的竞争。大兴机场距市中心较远，部分影响其在国内商务市场的获客能力，但对于飞行时长较长的国际航线和对时长不敏感的旅行，大兴机场较市区较远的劣势并不关键。

受益国家战略大兴获国际航权倾斜。2018年民航局《国际航权资源配置与使用管理办法》明确“对于服务国家战略和行业发展战略的枢纽机场发展、航线网络拓展，民航局通过调整国际航权资源配置指标体系给予政策扶持。”疫情前双边民航会谈上，民航局着力增加北京大兴机场航权，扩充了一批国际一类航权资源，以支持大兴在国际远程航线的发展，有助于公司在未来开拓洲际航线。

图表65：大兴机场国际航线逐步恢复

| 时间               | 国家   | 目的地   |
|------------------|------|-------|
| 2019年扩充部分的国际一类航线 | 俄罗斯  | 圣彼得堡  |
|                  | 英国   | 伦敦    |
|                  | 法国   | 巴黎    |
|                  | 韩国   | 首尔    |
|                  | 荷兰   | 阿姆斯特丹 |
| 2023年复航的航线       | 土耳其  | 伊斯坦布尔 |
|                  | 马尔代夫 | 马尔代夫  |
|                  | 泰国   | 曼谷    |

来源：民航局，国金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

经营数据方面，预计公司 2023-2025 年收入客公里同比分别+145%/+31%/+10%，分别较 2019 年-12%/+15%/+26%，基于下述假设：

(1) ASK：考虑 2023 年国内复苏迅速，国际复苏仍有限，预计 ASK 较 2019 年-6%；考虑机队增长节奏，预计 2024-2025 年 ASK 恢复至 2019 年 113%/123%。

(2) 客座率：2023-2025 年客座率分别为 77%/84%/85%，考虑 2023 年复苏仍在进行中，预计 2023 年客座率较 2019 年-6pct，考虑 2024-2025 年行业需求爆发，客座率提升，预计客座率好于 2019 年 1pct/2pct。

(3) 考虑国际客票水平逐步回落，以及供需错配拉动国内票价水平，预计 2023-2025 年公司客公里收益分别为 0.58 元、0.53 元、0.54 元，同比增速分别为-2%/-7%/+1%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 1681 亿元、1958 亿元和 2120 亿元，同比增速分别为+93%/+18%/+6%。

图表66：公司经营数据及收入假设

|            | 2019A   | 2020A   | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| RPK(百万人公里) | 284,921 | 153,440 | 152,426 | 102,076 | 250,399 | 327,077 | 358,490 |
| yoy        | 10%     | -46%    | -1%     | -33%    | 145%    | 31%     | 10%     |
| 客座率        | 83%     | 71%     | 71%     | 66%     | 77%     | 84%     | 85%     |
| 客公里收入(元)   | 0.486   | 0.460   | 0.495   | 0.590   | 0.575   | 0.533   | 0.537   |
| yoy        | -2%     | -5%     | 8%      | 19%     | -2%     | -7%     | 1%      |
| 营业收入(百万元)  |         |         |         |         |         |         |         |
| 国内客运航线收入   | 101,524 | 57,455  | 68,183  | 49,464  | 120,692 | 129,976 | 141,910 |
| yoy        | 5%      | -43%    | 19%     | -27%    | 144%    | 8%      | 9%      |
| 国际客运航线收入   | 33,705  | 12,543  | 6,521   | 9,826   | 22,223  | 41,276  | 47,116  |
| yoy        | 12%     | -63%    | -48%    | 51%     | 126%    | 86%     | 14%     |
| 港澳台客运航线收入  | 2,444   | 251     | 223     | 466     | 1,164   | 2,997   | 3,425   |
| yoy        | 0%      | -90%    | -11%    | 109%    | 150%    | 157%    | 14%     |
| 航空货运收入     | 9,615   | 16,493  | 19,887  | 20,884  | 17,543  | 14,736  | 12,378  |
| yoy        | -4%     | 72%     | 21%     | 5%      | -16%    | -16%    | -16%    |
| 其他业务收入     | 6,205   | 5,534   | 5,690   | 6,158   | 6,466   | 6,789   | 7,129   |

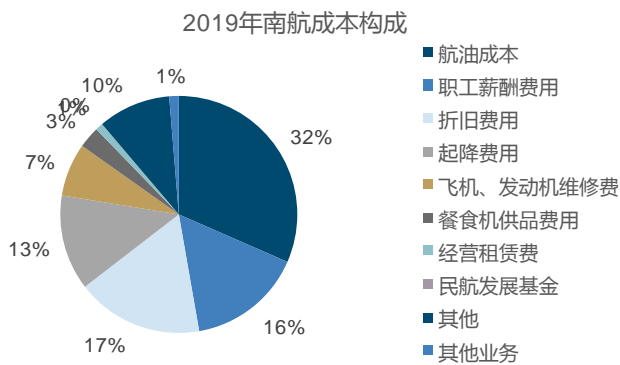
|        | 2019A   | 2020A  | 2021A   | 2022A  | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|--------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|
| yoy    | 12%     | -11%   | 3%      | 8%     | 5%      | 5%      | 5%      |
| 营业收入合计 | 154,322 | 92,561 | 100,969 | 87,059 | 168,087 | 195,773 | 211,958 |
| yoy    | 7%      | -40%   | 9%      | -14%   | 93%     | 16%     | 8%      |

来源：公司公告，国金证券研究所

伴随周转率的恢复，公司单位成本有望持续改善。正常年份下，公司成本主要包含航油成本、折旧摊销与租赁费、员工薪酬、起降服务费、维修费，共占据总成本约 87%。航油成本为第一大成本项，通常占比 30%左右，其余人工、折旧、租赁、维修等成本较为刚性，占比约 40%。伴随公司周转率恢复，摊薄固定成本，公司单位成本有望持续降低。

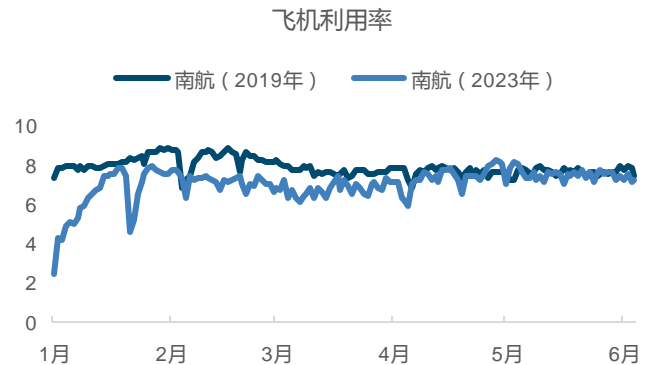
成本方面，预计公司 2023-2025 年营业成本分别为 1475 亿元、1608 亿元和 1725 亿元，同比增速分别为+39%/+9%/+7%。2023-2025 年单位营业成本分别为 0.44 元、0.40 元和 0.40 元，呈现逐渐下降趋势。其中，预计 2023-2025 年公司单位航油成本为 0.16 元、0.14 元、0.14 元，主要基于：(1) 根据 EIA 预测数据，假设 2023-2025 年油价同比-18%/-6%/+0%；(2) 单位 ASK 耗油量逐步下降并恢复至 2019 年水平；(3) 油耗量与 ASK 增速保持一致。

图表67：2019年公司航油成本占成本主体



来源：公司年报，国金证券研究所

图表68：2023年起公司周转率持续恢复



来源：公司年报，国金证券研究所

图表69：公司成本假设

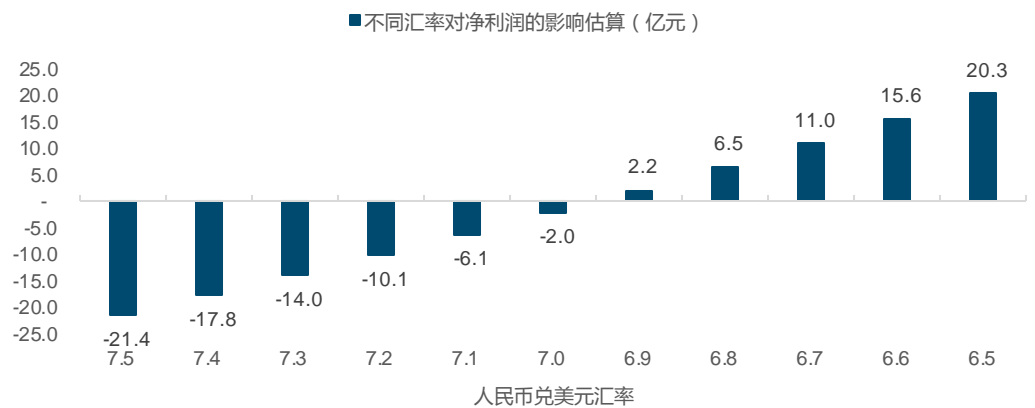
|           | 2019A   | 2020A  | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-----------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位航油成本    | 0.12    | 0.09   | 0.12    | 0.21    | 0.16    | 0.14    | 0.14    |
| 单位起降及停机费用 | 0.05    | 0.05   | 0.05    | 0.06    | 0.05    | 0.05    | 0.05    |
| 单位折旧租赁费用  | 0.07    | 0.11   | 0.11    | 0.15    | 0.07    | 0.06    | 0.06    |
| 单位维修成本    | 0.03    | 0.05   | 0.04    | 0.05    | 0.03    | 0.03    | 0.03    |
| 单位人工成本    | 0.06    | 0.09   | 0.09    | 0.13    | 0.07    | 0.06    | 0.07    |
| 单位其他成本    | 0.05    | 0.05   | 0.06    | 0.07    | 0.06    | 0.05    | 0.05    |
| 座公里成本(元)  | 0.39    | 0.43   | 0.48    | 0.67    | 0.44    | 0.40    | 0.40    |
| 营业成本(百万元) | 135,668 | 94,903 | 104,229 | 105,862 | 147,545 | 160,831 | 172,496 |
| yoy       | 5%      | -30%   | 10%     | 2%      | 39%     | 9%      | 7%      |
| 毛利率       | 12.1%   | -2.5%  | -2.5%   | -21.6%  | 12.2%   | 17.8%   | 18.6%   |

来源：公司公告，国金证券研究所

公司业绩受外部汇率影响。根据 2022 年年报，假定除汇率以外的其他风险变量不变，人民币对美元每升值 1%，将减少公司净亏损及增加股东权益人民币约 2.93 亿元。截至 2023 年 7 月 3 日的美元兑人民币汇率为 7.2466，年内贬值约 4%，假设除汇率以外的其他风险变量不变，预计将减少净利润约 12 亿元，产生的汇兑损失将反映在财务费用中。



图表70: 2023年内人民币兑美元贬值4%，预计将减少净利润12亿元



来源: Wind, 国金证券研究所

盈利方面, 预计2023-25年毛利率分别为12.2%、17.8%、18.6%。预计2023-2025年公司销售费用率均为5.1%, 管理费用率为2.5%、2.2%、2.1%, 研发费用率均为0.25%。综上, 预计2023-2025年公司净利率分别为1.8%、7.2%和8.2%。

图表71: 重要费用率预测

|       | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 5.13% | 5.67% | 4.91% | 5.23% | 5.10% | 5.10% | 5.10% |
| 管理费用率 | 2.62% | 4.31% | 3.62% | 4.09% | 2.50% | 2.20% | 2.10% |
| 研发费用率 | 0.23% | 0.40% | 0.37% | 0.45% | 0.25% | 0.25% | 0.25% |

来源: Wind, 国金证券研究所

## 4.2 投资建议及估值

首次覆盖给予“买入”评级。预计公司2023-2025年净利润为29/142/174亿元。参考可比公司PB均值, 给予公司2024年3.7倍PB估值, 对应目标价8.83元。

图表72: 可比公司估值比较 (市净率法)

| 代码        | 名称   | 股价 (元) | BPS  |      |      |      |      | PB         |            |            |            |            |
|-----------|------|--------|------|------|------|------|------|------------|------------|------------|------------|------------|
|           |      |        | 21A  | 22A  | 23E  | 24E  | 25E  | 21A        | 22A        | 23E        | 24E        | 25E        |
| 601111.SH | 中国国航 | 8.69   | 4.23 | 1.63 | 2.09 | 3.14 | 4.33 | 2.1        | 5.4        | 4.2        | 2.8        | 2.0        |
| 600115.SH | 中国东航 | 5.03   | 2.72 | 1.30 | 1.54 | 2.13 | 2.74 | 1.8        | 3.9        | 3.3        | 2.4        | 1.8        |
| 平均值       |      |        |      |      |      |      |      | <b>2.0</b> | <b>4.6</b> | <b>3.7</b> | <b>2.6</b> | <b>1.9</b> |
| 600029.SH | 南方航空 | 6.33   | 3.99 | 2.27 | 2.36 | 2.83 | 3.41 | 1.6        | 2.8        | 2.7        | 2.3        | 1.9        |

来源: Wind, 国金证券研究所

## 五、风险提示

宏观经济增速低于预期风险。航空运输业是与经济、贸易环境状况密切相关的行业。民航运输业受宏观经济景气度的影响较大, 宏观经济景气度直接影响经济活动的开展、居民可支配收入和进出口贸易额的增减, 进而影响航空运输需求。

人民币汇率贬值风险。航空公司有较多外币负债且外币负债主要以美元负债为主, 在美元兑人民币汇率大幅波动情况下, 美元负债将因此产生较大金额的汇兑损益, 直接影响当期利润, 对航空公司经营业绩造成较大影响。

油价大幅上涨风险。航油成本是航空公司最主要的成本支出之一。国际油价水平大幅波动将对航油价格水平和燃油附加费收入产生较大影响, 进而影响航空公司经营业绩。

安全运行风险。安全飞行是航空公司维持正常运营和良好声誉的前提和基础。恶劣天气、机械故障、人为差错、飞机缺陷以及其他不可抗力事件等都可能对航空公司的飞行安全、空防安全、运行安全造成不利影响。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2020           | 2021            | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|---------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>92,561</b>  | <b>101,644</b>  | <b>87,059</b>   | <b>168,087</b>  | <b>195,773</b>  | <b>211,958</b>  |
| 增长率                 |                | 9.8%            | -14.3%          | 93.1%           | 16.5%           | 8.3%            |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-94,903</b> | <b>-104,229</b> | <b>-105,862</b> | <b>-147,545</b> | <b>-160,831</b> | <b>-172,496</b> |
| %销售收入               | 102.5%         | 102.5%          | 121.6%          | 87.8%           | 82.2%           | 81.4%           |
| <b>毛利</b>           | <b>-2,342</b>  | <b>-2,585</b>   | <b>-18,803</b>  | <b>20,542</b>   | <b>34,943</b>   | <b>39,463</b>   |
| %销售收入               | n.a            | n.a             | n.a             | 12.2%           | 17.8%           | 18.6%           |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-330</b>    | <b>-365</b>     | <b>-240</b>     | <b>-336</b>     | <b>-392</b>     | <b>-424</b>     |
| %销售收入               | 0.4%           | 0.4%            | 0.3%            | 0.2%            | 0.2%            | 0.2%            |
| <b>销售费用</b>         | <b>-5,248</b>  | <b>-4,993</b>   | <b>-4,555</b>   | <b>-8,572</b>   | <b>-9,984</b>   | <b>-10,810</b>  |
| %销售收入               | 5.7%           | 4.9%            | 5.2%            | 5.1%            | 5.1%            | 5.1%            |
| <b>管理费用</b>         | <b>-3,989</b>  | <b>-3,678</b>   | <b>-3,560</b>   | <b>-4,202</b>   | <b>-4,307</b>   | <b>-4,451</b>   |
| %销售收入               | 4.3%           | 3.6%            | 4.1%            | 2.5%            | 2.2%            | 2.1%            |
| <b>研发费用</b>         | <b>-367</b>    | <b>-381</b>     | <b>-389</b>     | <b>-420</b>     | <b>-489</b>     | <b>-530</b>     |
| %销售收入               | 0.4%           | 0.4%            | 0.4%            | 0.3%            | 0.3%            | 0.3%            |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>-12,276</b> | <b>-12,002</b>  | <b>-27,547</b>  | <b>7,011</b>    | <b>19,770</b>   | <b>23,248</b>   |
| %销售收入               | n.a            | n.a             | n.a             | 4.2%            | 10.1%           | 11.0%           |
| <b>财务费用</b>         | <b>-2,993</b>  | <b>-4,025</b>   | <b>-9,240</b>   | <b>-8,361</b>   | <b>-7,246</b>   | <b>-6,958</b>   |
| %销售收入               | 3.2%           | 4.0%            | 10.6%           | 5.0%            | 3.7%            | 3.3%            |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-4,181</b>  | <b>-2,613</b>   | <b>-579</b>     | <b>-49</b>      | <b>0</b>        | <b>1</b>        |
| 公允价值变动收益            | 53             | -309            | -388            | 0               | 0               | 0               |
| <b>投资收益</b>         | <b>-401</b>    | <b>284</b>      | <b>555</b>      | <b>600</b>      | <b>660</b>      | <b>726</b>      |
| %税前利润               | n.a            | -2.0%           | -1.8%           | 13.5%           | 3.4%            | 3.0%            |
| <b>营业利润</b>         | <b>-15,641</b> | <b>-14,302</b>  | <b>-32,199</b>  | <b>4,201</b>    | <b>19,189</b>   | <b>23,522</b>   |
| 营业利润率               | n.a            | n.a             | n.a             | 2.5%            | 9.8%            | 11.1%           |
| <b>营业外收支</b>        | <b>455</b>     | <b>399</b>      | <b>673</b>      | <b>256</b>      | <b>282</b>      | <b>310</b>      |
| <b>税前利润</b>         | <b>-15,186</b> | <b>-13,903</b>  | <b>-31,526</b>  | <b>4,457</b>    | <b>19,471</b>   | <b>23,832</b>   |
| 利润率                 | n.a            | n.a             | n.a             | 2.7%            | 9.9%            | 11.2%           |
| <b>所得税</b>          | <b>3,366</b>   | <b>2,892</b>    | <b>-2,172</b>   | <b>-1,114</b>   | <b>-4,868</b>   | <b>-5,958</b>   |
| 所得税率                | n.a            | n.a             | n.a             | 25.0%           | 25.0%           | 25.0%           |
| <b>净利润</b>          | <b>-11,820</b> | <b>-11,011</b>  | <b>-33,698</b>  | <b>3,343</b>    | <b>14,603</b>   | <b>17,874</b>   |
| 少数股东损益              | -978           | 1,092           | -1,016          | 400             | 440             | 484             |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>-10,842</b> | <b>-12,103</b>  | <b>-32,682</b>  | <b>2,943</b>    | <b>14,163</b>   | <b>17,390</b>   |
| 净利率                 | n.a            | n.a             | n.a             | 1.8%            | 7.2%            | 8.2%            |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2020           | 2021           | 2022           | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>净利润</b>      | <b>-11,820</b> | <b>-11,011</b> | <b>-33,698</b> | <b>3,343</b>   | <b>14,603</b>  | <b>17,874</b>  |
| 少数股东损益          | -978           | 1,092          | -1,016         | 400            | 440            | 484            |
| <b>非现金支出</b>    | <b>24,745</b>  | <b>24,233</b>  | <b>24,257</b>  | <b>16,982</b>  | <b>19,374</b>  | <b>21,227</b>  |
| 非经营收益           | -1,605         | -1,008         | 8,880          | 6,145          | 6,640          | 6,286          |
| 营运资金变动          | 183            | -1,049         | 4,129          | -8,131         | 2,292          | 1,087          |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>11,503</b>  | <b>11,165</b>  | <b>3,568</b>   | <b>18,339</b>  | <b>42,909</b>  | <b>46,474</b>  |
| <b>资本开支</b>     | <b>-8,213</b>  | <b>-16,147</b> | <b>-6,897</b>  | <b>-34,595</b> | <b>-24,363</b> | <b>-21,846</b> |
| 投资              | -244           | 57             | 907            | 0              | 0              | 0              |
| 其他              | 703            | 941            | 583            | 600            | 660            | 726            |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-7,754</b>  | <b>-15,149</b> | <b>-5,407</b>  | <b>-33,995</b> | <b>-23,703</b> | <b>-21,120</b> |
| 股权募资            | 19,753         | 1,128          | 6,162          | 0              | 0              | 0              |
| 债权募资            | 9,415          | 3,711          | 1,410          | 28,050         | -638           | -6,491         |
| 其他              | -6,609         | -7,007         | -7,273         | -8,178         | -13,246        | -14,277        |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>22,559</b>  | <b>-2,168</b>  | <b>299</b>     | <b>19,872</b>  | <b>-13,885</b> | <b>-20,769</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>26,284</b>  | <b>-6,169</b>  | <b>-1,464</b>  | <b>4,216</b>   | <b>5,320</b>   | <b>4,584</b>   |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2020           | 2021           | 2022           | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>25,823</b>  | <b>21,841</b>  | <b>20,240</b>  | <b>21,221</b>  | <b>23,451</b>  | <b>25,081</b>  |
| <b>应收款项</b>     | <b>4,511</b>   | <b>4,173</b>   | <b>4,599</b>   | <b>7,101</b>   | <b>6,929</b>   | <b>7,212</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>1,760</b>   | <b>1,652</b>   | <b>1,387</b>   | <b>2,377</b>   | <b>2,375</b>   | <b>2,316</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>6,891</b>   | <b>10,200</b>  | <b>6,545</b>   | <b>6,695</b>   | <b>6,765</b>   | <b>6,826</b>   |
| <b>流动资产</b>     | <b>38,985</b>  | <b>37,866</b>  | <b>32,771</b>  | <b>37,394</b>  | <b>39,520</b>  | <b>41,434</b>  |
| %总资产            | 12.0%          | 11.7%          | 10.5%          | 11.2%          | 11.6%          | 12.0%          |
| <b>长期投资</b>     | <b>6,876</b>   | <b>7,585</b>   | <b>7,998</b>   | <b>7,998</b>   | <b>7,998</b>   | <b>7,998</b>   |
| <b>固定资产</b>     | <b>118,554</b> | <b>123,007</b> | <b>124,513</b> | <b>148,129</b> | <b>159,201</b> | <b>165,636</b> |
| %总资产            | 36.4%          | 38.1%          | 39.9%          | 44.3%          | 46.6%          | 48.0%          |
| <b>无形资产</b>     | <b>7,042</b>   | <b>7,332</b>   | <b>7,171</b>   | <b>7,433</b>   | <b>7,640</b>   | <b>7,842</b>   |
| <b>非流动资产</b>    | <b>287,130</b> | <b>285,082</b> | <b>279,230</b> | <b>297,153</b> | <b>302,424</b> | <b>303,352</b> |
| %总资产            | 88.0%          | 88.3%          | 89.5%          | 88.8%          | 88.4%          | 88.0%          |
| <b>资产总计</b>     | <b>326,115</b> | <b>322,948</b> | <b>312,001</b> | <b>334,547</b> | <b>341,943</b> | <b>344,786</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>50,124</b>  | <b>54,106</b>  | <b>94,841</b>  | <b>123,519</b> | <b>122,881</b> | <b>116,390</b> |
| <b>应付款项</b>     | <b>20,892</b>  | <b>20,097</b>  | <b>22,290</b>  | <b>21,685</b>  | <b>22,786</b>  | <b>23,489</b>  |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>24,665</b>  | <b>36,787</b>  | <b>24,327</b>  | <b>20,497</b>  | <b>21,583</b>  | <b>22,251</b>  |
| <b>流动负债</b>     | <b>95,681</b>  | <b>110,990</b> | <b>141,458</b> | <b>165,701</b> | <b>167,251</b> | <b>162,129</b> |
| <b>长期贷款</b>     | <b>8,811</b>   | <b>15,389</b>  | <b>15,316</b>  | <b>15,316</b>  | <b>15,316</b>  | <b>15,316</b>  |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>136,760</b> | <b>112,324</b> | <b>100,113</b> | <b>96,250</b>  | <b>93,159</b>  | <b>90,205</b>  |
| <b>负债</b>       | <b>241,252</b> | <b>238,703</b> | <b>256,887</b> | <b>277,267</b> | <b>275,726</b> | <b>267,650</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>69,346</b>  | <b>67,616</b>  | <b>41,057</b>  | <b>42,823</b>  | <b>51,321</b>  | <b>61,755</b>  |
| 其中：股本           | 15,329         | 16,948         | 18,121         | 18,121         | 18,121         | 18,121         |
| 未分配利润           | 12,146         | 43             | -32,679        | -30,913        | -22,415        | -11,981        |
| 少数股东权益          | 15,517         | 16,629         | 14,057         | 14,457         | 14,897         | 15,381         |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>326,115</b> | <b>322,948</b> | <b>312,001</b> | <b>334,547</b> | <b>341,943</b> | <b>344,786</b> |

**比率分析**

|               | 2020     | 2021    | 2022    | 2023E    | 2024E   | 2025E   |
|---------------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |          |         |         |          |         |         |
| 每股收益          | -0.707   | -0.714  | -1.804  | 0.162    | 0.782   | 0.960   |
| 每股净资产         | 4.524    | 3.990   | 2.266   | 2.363    | 2.832   | 3.408   |
| 每股经营现金净流      | 0.750    | 0.659   | 0.197   | 1.012    | 2.368   | 2.565   |
| 每股股利          | 0.000    | 0.000   | 0.000   | 0.065    | 0.313   | 0.384   |
| <b>回报率</b>    |          |         |         |          |         |         |
| 净资产收益率        | -15.63%  | -17.90% | -79.60% | 6.87%    | 27.60%  | 28.16%  |
| 总资产收益率        | -3.32%   | -3.75%  | -10.47% | 0.88%    | 4.14%   | 5.04%   |
| 投入资本收益率       | -5.52%   | -5.38%  | -15.97% | 2.44%    | 6.63%   | 7.65%   |
| <b>增长率</b>    |          |         |         |          |         |         |
| 主营业务收入增长率     | -40.02%  | 9.81%   | -14.35% | 93.07%   | 16.47%  | 8.27%   |
| EBIT增长率       | N/A      | -2.23%  | 129.52% | -125.45% | 182.00% | 17.59%  |
| 净利润增长率        | -508.98% | 11.63%  | 170.03% | N/A      | 381.24% | 22.78%  |
| 总资产增长率        | 6.35%    | -0.97%  | -3.39%  | 7.23%    | 2.21%   | 0.83%   |
| <b>资产管理能力</b> |          |         |         |          |         |         |
| 应收账款周转天数      | 11.3     | 9.8     | 11.6    | 10.0     | 7.5     | 7.0     |
| 存货周转天数        | 7.0      | 6.0     | 5.2     | 6.0      | 5.5     | 5.0     |
| 应付账款周转天数      | 49.6     | 42.3    | 45.7    | 22.0     | 20.0    | 18.0    |
| 固定资产周转天数      | 338.2    | 326.1   | 380.7   | 248.7    | 233.6   | 226.3   |
| <b>偿债能力</b>   |          |         |         |          |         |         |
| 净负债/股东权益      | 73.57%   | 83.83%  | 197.85% | 238.72%  | 202.17% | 163.03% |
| EBIT利息保障倍数    | -4.1     | -3.0    | -3.0    | 0.8      | 2.7     | 3.3     |
| 资产负债率         | 73.98%   | 73.91%  | 82.34%  | 82.88%   | 80.63%  | 77.63%  |

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 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
|----|-----|-----|-----|-----|-----|

来源：聚源数据

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

**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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                        | 北京                        | 深圳                        |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903           | 电话：010-85950438           | 电话：0755-83831378          |
| 传真：021-61038200           | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558          |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005                 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204                 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号       | 邮编：518000                 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号       | 新闻大厦 8 层南侧                | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 |
| 紫竹国际大厦 7 楼                |                           | 18 楼 1806                 |