

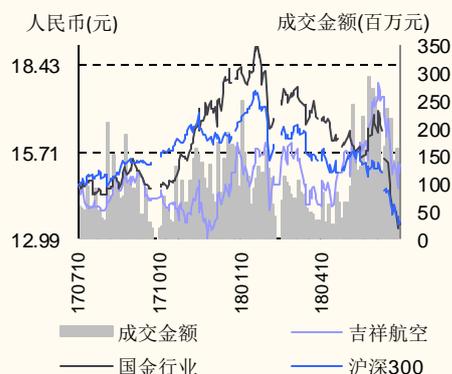
吉祥航空 (603885.SH) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 15.34 元
 目标价格 (人民币): 20.00-22.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 1,797.01
 总市值 (百万元) 27,566.19
 年内股价最高最低 (元) 17.86/12.99
 沪深 300 指数 3365.12
 上证指数 2747.23



相关报告

- 1.《提价策略显成效,期待宽体机提供新增长点-吉祥航空公司点评》,2018.4.26
- 2.《机队引进加快拉动营收,期待宽体机提供新增长点-吉祥航空公司点...》,2018.4.17
- 3.《营收增长平稳,毛利率下滑拖累业绩-吉祥航空公司点评》,2017.8.30

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

成长性突出,受益于提价

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.973	0.738	0.836	1.127	1.528
每股净资产(元)	5.94	4.81	5.40	6.20	7.30
每股经营性现金流(元)	1.54	1.50	1.23	1.82	2.29
市盈率(倍)	23.94	20.73	18.35	13.62	10.04
净利润增长率(%)	19.27%	6.13%	13.31%	34.77%	35.63%
净资产收益率(%)	16.37%	15.32%	15.48%	18.18%	20.92%
总股本(百万股)	1,283.58	1,797.01	1,797.01	1,797.01	1,797.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **受益主基地航线提价,预计上海市场国内航线增厚收益 1.3 亿元:** 5 月底,民航局提前部署保障雷暴季节航班的运行,谨慎批复加班飞行,供给端持续紧缩。5 月日均航班量 15220 班,环比减少 0.4%。目前上海两场时刻增量受限严重,暑运需求端增速超过供给端,并且主要优质航线已实现全票价提价,旺季航司将实现量价齐升。经测算,预计暑期上海市场国内航线票价提升给公司带来收益增厚 1.3 亿元,对应 2017 年净利润弹性 10%。
- **九元航空国际航线开放+广州机场优势显著,公司收入端锦上添花:** 5 月 28 日,民航局发布《关于扩大九元航空有限公司经营范围的公示》,经营范围自国内(含港澳台)航空客货运输业务扩大至周边国家国际航空客货运输业务。17 年广州机场旅客吞吐量 6580.7 万人次(+10.2%),吞吐量全国排名第三。加上九元航空为除南航以外唯一一家以广州为主运营基地的航空客运公司,国际航线的开放有望促进公司收入更上一层楼。
- **油价上涨以及汇率扰动,负面影响有限:** 2018Q2 年以来,人民币大幅贬值。经测算,公司收益对汇率/油价敏感度为 0.17%/1.62%,汇率扰动影响甚微。而燃油价格持续走高,1-7 月航空煤油进口完税到岸均价同增 21.9%。但自 6 月 5 号起,国内航线燃油附加费恢复征收,经测算,公司燃油附加费的征收可覆盖燃油成本新增的 66%,油价走高压力得以缓解。
- **成长潜力显现,宽体机引进有望提供新增长点:** 2017 年公司客公里收益增速 0.7%,2018Q1 同比上升超 3%,佳绩得以延续。2017 年公司扣油成本增速低于 ASK 增速,成本管控显效且 2018Q1 得以持续。公司下半年(预计 9 月份)引进 B787 宽体机,宽体机的优点将吸引更多乘客,促进收入端增加。新机能够搭载更多乘客和货物,油耗和排放量相比普通降低百分之二十,成本端进一步收紧,有望给公司带来新增长点。

投资建议

- **成本控制+差异化战略打造公司核心竞争优势。** 2018 年下半年公司宽体机的引进以及九元航空国际航线开放成为公司未来业绩增长点。预测公司 2018-2020 年的 EPS 为 0.84/1.13/1.53 元,对应 PE 分别为 18 倍/14 倍/10 倍,给予目标价 20-22 元,有约 35% 上涨空间,维持“买入”评级。

风险提示

- 油价上涨超预期;人民币贬值超预期;安全事故突发。

内容目录

1. 聚焦上海市场，2017 年业绩表现亮眼.....	4
1.1 公司深耕上海基地，发展广州基地.....	4
1.2 2017 年机队引进带动营收高速增长，增速达到 25%.....	5
2. 需求+票价+市占比提升，上海市场国内航线收益增厚明显.....	7
2.1 2013-2017 年全行业 CAGR 超 11%.....	7
2.2 GDP 的稳步增长保障了航空市场的需求.....	8
2.3 政策叠加暑期旺季加大供需缺口，票价具备长期向上动能.....	9
2.4 上海机场占比稳固提升+票价提升，预计 2018 暑期国内航线带来收益增厚 1.3 亿元.....	10
2.5 南京辅助基地运营能力持续提升，锦上添花，未来业绩可期.....	12
3. 九元航空获准新增国际航线，助力业绩增长.....	13
3.1 广州基地优势显著.....	13
3.2 九元航空获准扩大经营范围，未来业绩可期.....	13
4. 成本控制+差异化服务，打造核心竞争优势.....	14
4.1 油价以及汇率负面因素影响有限.....	14
4.2 公司成本控制效果显著.....	15
4.3 吉祥航空领先服务质量、挖掘潜在航线的差异化战略.....	17
4.4 精细管理，专业经营提升经营效率.....	18
5. 宽体机引进，有望开拓新的利润增长点.....	18
6. 盈利预测与估值.....	19
7. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 吉祥航空公司历史发展历程.....	4
图表 2: 吉祥航空公司报告股权结构.....	4
图表 3: 吉祥航空航线网络图.....	5
图表 4: 九元航空航线网络图.....	5
图表 5: 吉祥航空 2017 年飞机净增 16 架，机队规模增速达 25%.....	6
图表 6: 吉祥航空营收、归母净利润情况（单位：亿元）.....	6
图表 7: 2017 吉祥航空毛利率有所下滑.....	6
图表 8: 吉祥航空 2017 年客座率同比增速达 1.25%.....	6
图表 9: 吉祥航空国内 ASK、RPK 逐年提升，增速企稳.....	6
图表 10: 2017 吉祥航空座公里收益、客公里收益提升（单位：元）.....	7
图表 11: 民航运输总周转量 2013-2017 年均复合增长率达 12.69%.....	7
图表 12: 民航旅客总周转量 2013-2017 年均复合增长率达 13.88%.....	8
图表 13: 民航旅客运输量 2013-2017 年均复合增长率 11.75%.....	8
图表 14: 近五年国内 GDP 稳步上升.....	9

图表 15: 航空需求与人均 GDP 正相关.....	9
图表 16: 吉祥航空客公里收入对净利润敏感性测算.....	9
图表 17: 民航旅客周转量暑期旺季明显.....	10
图表 18: 2017 年 7、8 月份月度航班量最大.....	10
图表 19: 2017 年 7、8、9 月份日均航班量最大.....	10
图表 20: 上海机场旅客吞吐量早已超过北京两场.....	11
图表 21: 2017 浦东机场年旅客吞吐量巩固全国第二.....	11
图表 22: 2017 年吉祥航空上海市场市占比.....	11
图表 23: 2017 年吉祥航空上海旅客运输量.....	11
图表 24: 预计暑期上海市场国内航线增厚收益 1.3 亿元.....	12
图表 25: 预计 2018 年 7、8 月份公司旅客周转量.....	12
图表 26: 假设 2018Q3 公司客公里收入 0.55 元.....	12
图表 27: 南京禄口机场客运量占比 2017 提升到达 2.49%.....	13
图表 28: 广州机场旅客吞吐量近几年高速增长.....	13
图表 29: 广州机场 2017 年旅客吞吐量机场排名第三.....	13
图表 30: 汇率扰动影响甚微.....	14
图表 31: 美元兑人民币 2018 年 Q2 以来大幅上涨.....	14
图表 32: 吉祥航空净利润对燃油价格敏感度测算.....	15
图表 33: 燃油附加费可覆盖公司新增燃油成本 66%.....	15
图表 34: 空客 A320 系列的营运范围.....	16
图表 35: 2017 公司机队规模情况.....	16
图表 36: 公司 2017 年成本控制显效.....	16
图表 37: 2017 扣油成本增速 20.11% 低于 ASK 增速.....	17
图表 38: 2017 年公司座公里成本、客公里成本增速下降.....	17
图表 39: 2017 吉祥航空公司“温暖随行、享所未想”全新品牌发布.....	17
图表 40: 吉祥航空定位为更具亲和力的航空体验提供者.....	17
图表 41: 公司到港正点率明显提高 (单位: %).....	18
图表 42: 公司飞机日利用率居于行业较高水平 (单位: 小时).....	18
图表 43: 公司 2017、2018 机队模型情况.....	18
图表 44: 吉祥航空运力增速假设.....	19
图表 45: 吉祥航空公司估值预测.....	19
图表 46: 吉祥航空 PE Band.....	20

1. 聚焦上海市场，2017 年业绩表现亮眼

1.1 公司深耕上海基地，发展广州基地

- 吉祥航空公司的前身东部快线航空有限公司于 2005 年 6 月获得民航局筹建批复。2006 年 4 月，均瑶集团和均瑶投资出资 1.5 亿元正式成立东部快线有限公司，并于 5 月更名为上海吉祥航空有限公司。2011 年，上海吉祥航空有限公司在上海工商行政管理局完成了工商变更登记手续，正式更名为“上海吉祥航空股份有限公司”。2014 年，上海吉祥航空获批设立控股子公司九元航空公司。2015 年 5 月吉祥航空公司在上海证券交易所上市。

图表 1：吉祥航空公司历史发展历程



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司股本结构。**公司背靠均瑶集团，目前集团拥有对吉祥航空的持股比例为 63.12%，此外，王均豪、均瑶投资各持有公司 4.3%、2.69%。控股及参股方面，公司共拥有 4 家全资子公司、控股 2 家子公司及参股 2 家公司。其中，全资子公司分别为吉宁文化、吉祥航服、均瑶旅行、上海华瑞融资租赁，控股子公司包括九元航空、淘旅行。

图表 2：吉祥航空公司报告股权结构



来源：公司年报、国金证券研究所

- 深耕上海主基地，打造差异化航线安排。**公司将上海这一经济中心和交通枢纽作为最主要的运营地，为本公司带来了良好的客户基础和巨大的市场空间。截至 2017 年底，公司拥有 67 架空客 A320 系列飞机（其中 26 架为 A321），吉祥 A320 系列总机队数量处于六十余架的中等规模阶段。同时，公司运营着超过一百七十条以上海为主运营基地始发国内、港澳台地区及周边国家航线。公司定位于中高端商务及旅游休闲客户，抢占和培

育潜力大、竞争少的航线，着力打造直飞航线，减少经停环节，节省了在途时间、提高了运营效率，从而满足了中高端商旅乘客对时间、效率、环境的要求，航线布局合理。

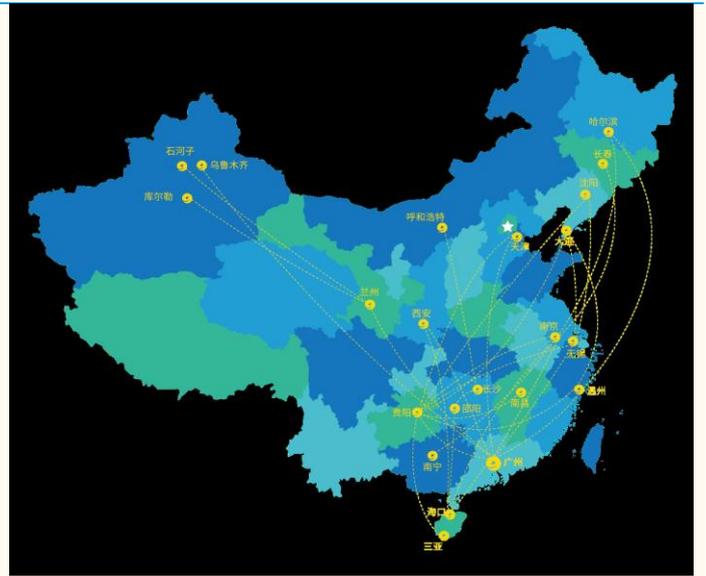
- **发展广州主基地。**公司控股子公司九元航空于 2014 年获批设立，并于 2015 年初正式开航。九元航空以广州白云机场为主基地机场，以波音 737 系列飞机组建单一机型机队，现拥有 14 架波音 B737 系列飞机，运营着九十条国内航线，开通通航城市 28 个，主要目标市场为我国低成本航空市场。九元航空将充分依托广东省及珠三角地区经济发达、人口流动活跃、出行需求较高以及可近距离辐射东南亚等区位优势，秉承依托基地机场的区位优势、单一机型构建机队、瞄准特定目标市场、低成本运营、安全保障等吉祥航空业已建立的企业发展理念，积极拓展低成本航空市场，进一步提升吉祥航空综合实力。

图表 3：吉祥航空航线网络图



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：九元航空航线网络图

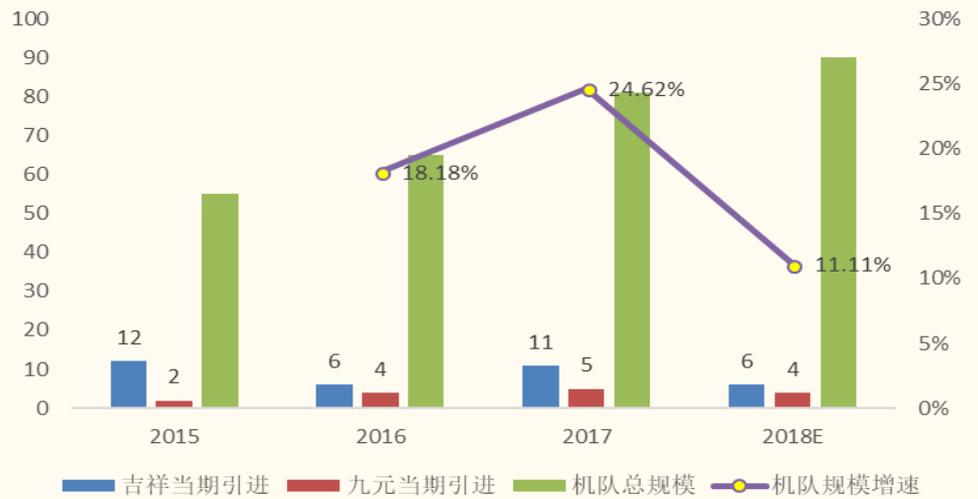


来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 2017 年机队引进带动营收高速增长，增速达到 25%

- **2017 年公司营收 124.12 亿元，同比增速创近四年来最高值 25%。**2017 年公司实现营收 124.12 亿元 (+25.01%)，其中客运收入 120.53 亿元，占比 97%，客运收入是其主营业务。全年实现归母净利润 13.26 亿元 (+6.13%)，扣非净利润 11.67 亿元 (+27.87%)。营收高速增长主要归因于公司 2017 年引进飞机 16 架（吉祥 11 架，九元 5 架）投放于市场增加运力，以及公司航线网络增多，公司九元航空发展迅速。2017 年底公司机队总规模达到 81 架 (+25%)。公司 2017 年实现毛利率 20.6% (-1.5%)，毛利率有所下滑主要归因于 2017 年布伦特原油价格的上涨、南京辅助基地的航线密度增加（相比单一上海基地，航点分散降低飞机利用率）所造成。

图表 5: 吉祥航空 2017 年飞机净增 16 架, 机队规模增速达 25%



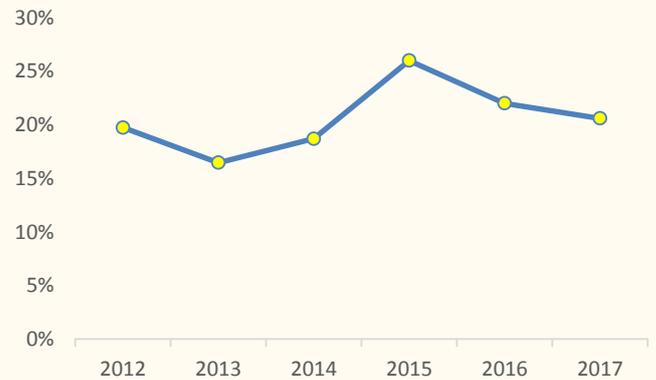
来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 6: 吉祥航空营收、归母净利润情况 (单位: 亿元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

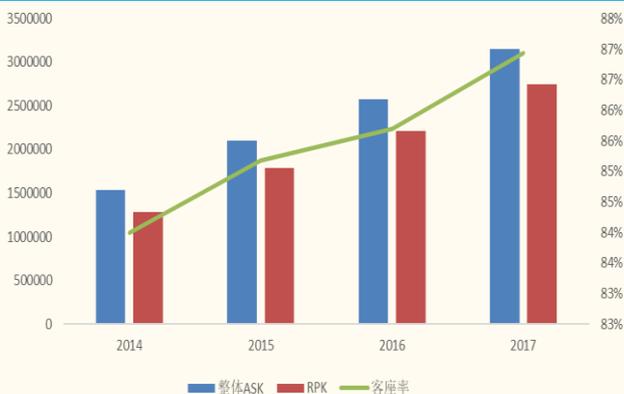
图表 7: 2017 吉祥航空毛利率有所下滑



来源: 公司公告、国金证券研究所

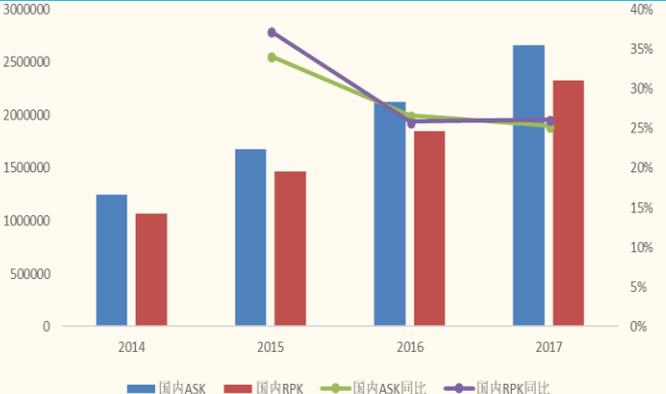
- 2017 年市场需求带动公司 RPK 整体实现快速增长, 增速达 24.1%。2017 年公司 ASK 同比增长 22.27%, 其中国内 25.32%, 国际 9.34%; RPK 同比增长 24.05%, 其中国内 26.13%, 国际 14.34%; 公司客座率 86.94%, 同比提升 1.25 pct, 其中国内客座率 87.54%, 提升 0.56 pct, 国际客座率 83.50%, 提升 3.65 pct。

图表 8: 吉祥航空 2017 年客座率同比增速达 1.25%



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 9: 吉祥航空国内 ASK、RPK 逐年提升, 增速企稳



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 2017 年公司实现座公里收益 0.38 元 (+2.2%)，客公里收益 0.44 元 (+0.7%)。座公里收益增速领先国内航空公司（国航/东航/南航 2017 年单位座公里收入分别同增-1.1%/0.2%/0.1%）。2018Q1 公司收益水平持续上升，客公里收益 0.47 元，同比 2017Q1 增速 3%。

图表 10：2017 吉祥航空座公里收益、客公里收益提升（单位：元）

	座公里收入 (RASK)	客公里收入 (RRSK)	RASK 增速	RRSK 增速
2015	0.3799	0.4461		
2016	0.3742	0.4367	-1.5%	-2.1%
2017	0.3823	0.4397	2.2%	0.7%

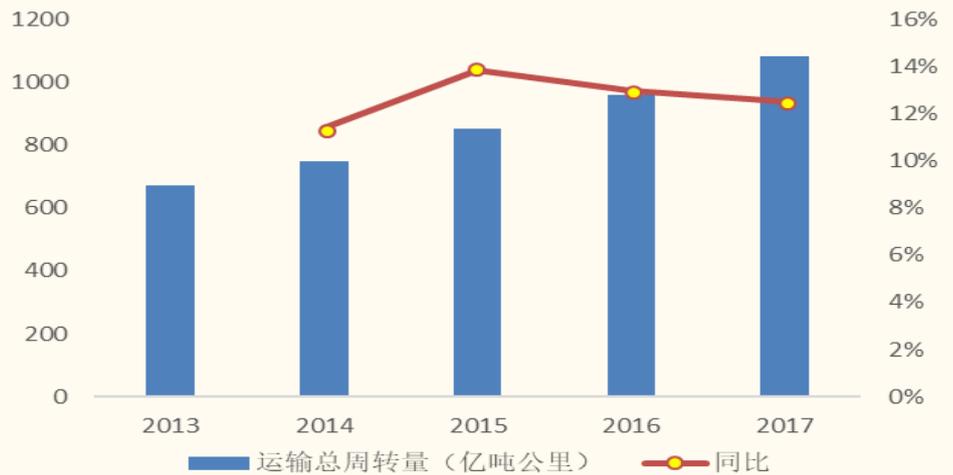
来源：公司公告、国金证券研究所

2. 需求+票价+市占比提升，上海市场国内航线收益增厚明显

2.1 2013-2017 年全行业 CAGR 超 11%

- 近四年，民航运输总周转量年均复合增长率达 12.69%。2017 年，全行业完成运输总周转量 1083.08 亿吨公里，比上年增长 12.6%。国内航线完成运输总周转量 694.60 亿吨公里，比上年增长 11.7%。2013 年全行业完成运输总周转量 671.7 亿吨公里，2013-2017 年年均复合增长率 12.69%。

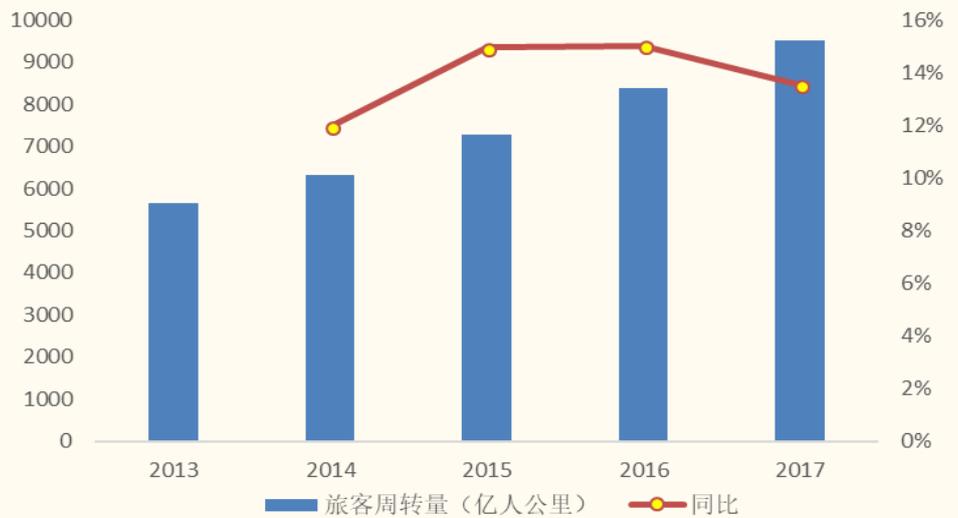
图表 11：民航运输总周转量 2013-2017 年均复合增长率达 12.69%



来源：国家民航局、国金证券研究所

- 近四年，民航旅客总周转量年均复合增长率达 13.88%。2017 年全行业完成旅客周转量 9513.04 亿人公里，比上年增长 13.5%。国内航线完成旅客周转量 7036.53 亿人公里，比上年增长 13.2%。2013 年全行业旅客总周转量 5656.76 亿人公里，2013-2017 年年均复合增长率 12.69%。

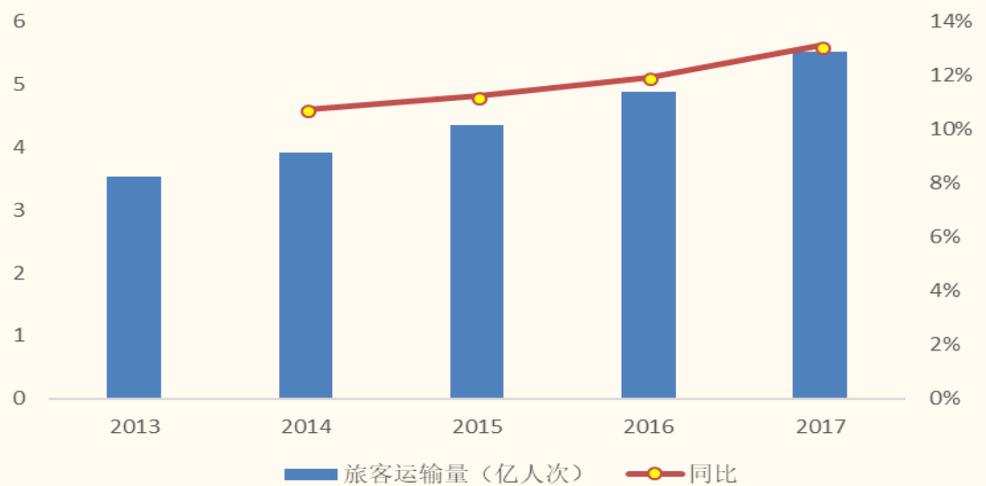
图表 12: 民航旅客总周转量 2013-2017 年均复合增长率达 13.88%



来源: 国家民航局、国金证券研究所

- 近四年, 民航旅客运输量年均复合增长率 11.75%。2017 年, 全行业完成旅客运输量 55156 万人次, 比上年增长 13.0%。国内航线完成旅客运输量 49611 万人次, 比上年增长 13.7%。2013 年全行业旅客运输量 3.54 亿人次, 2013-2017 年年均复合增长率达 11.75%。

图表 13: 民航旅客运输量 2013-2017 年均复合增长率达 11.75%

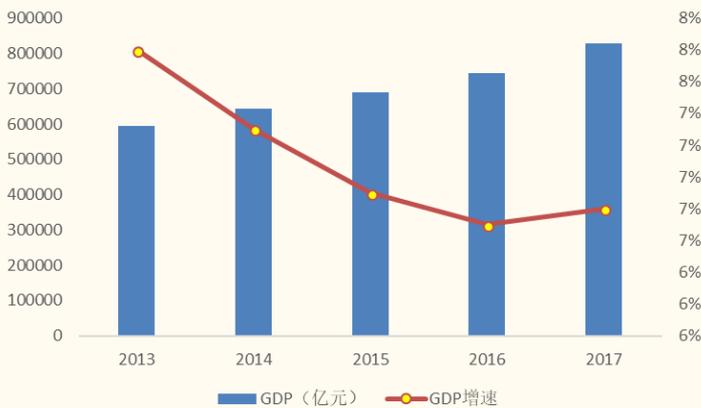


来源: 国家民航局、国金证券研究所

2.2 GDP 的稳步增长保障了航空市场的需求

- 2017 年我国 GDP 达到 82.71 万亿元, 同比 6.9%。宏观经济增长为我国交通运输业的发展提供了良好的市场需求和稳定的发展环境, 2017 年我国国内生产总值达到 82.71 万亿元, GDP 增长 6.9%, 名列世界前茅。人均 GDP 达到 6.0 万元人民币, 同增 10.5%, 人均 GDP 与我国航空运输业相关性较高, 其不断提高带动了民航需求高速增长。

图表 14: 近五年国内 GDP 稳步上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 航空需求与人均 GDP 正相关



来源: Wind、增速国金证券研究所

2.3 政策叠加暑期旺季加大供需缺口, 票价具备长期向上动能

- 政策促进票价提升。**2018 年 1 月, 国家发改委、民航局发布的最新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出台后, 将新增市场调节航线 306 条, 总计达到 1030 条。2018 年 4 月 13 日, 民航局发布了《关于印发实行市场调节价的国内航线目录的通知》。此举加大了航司自主定价的范围, 有利于提升航空公司的收益能力。其中吉祥航空上市公司口径新增能提 20 条航线的价格。
- 票价提升初显成效。**2018 年 Q1, 公司实现营收 36.09 亿元, 同比 15.90%, 归母净利润 4.33 亿元, 同比 2.91%。公司 RPK 同比增长 12.35%, 其中国内 10.87%, 国际 18.48%; ASK 同比增长 15.43%, 其中国内 14.63%, 国际 17.82%。营收增速大于 RPK 增速, 说明票价提升显示成效。
- 我们假设公司 RPK 客公里收入提高 1%, 则按照 2017 年客运收入/客公里收入 1205332.34 万元/0.4397 元来计算, 客运收入增加 12053.32 万元, 假设税率 25%, 净利润增厚 9039.99 万元, 净利润敏感度 7%。**

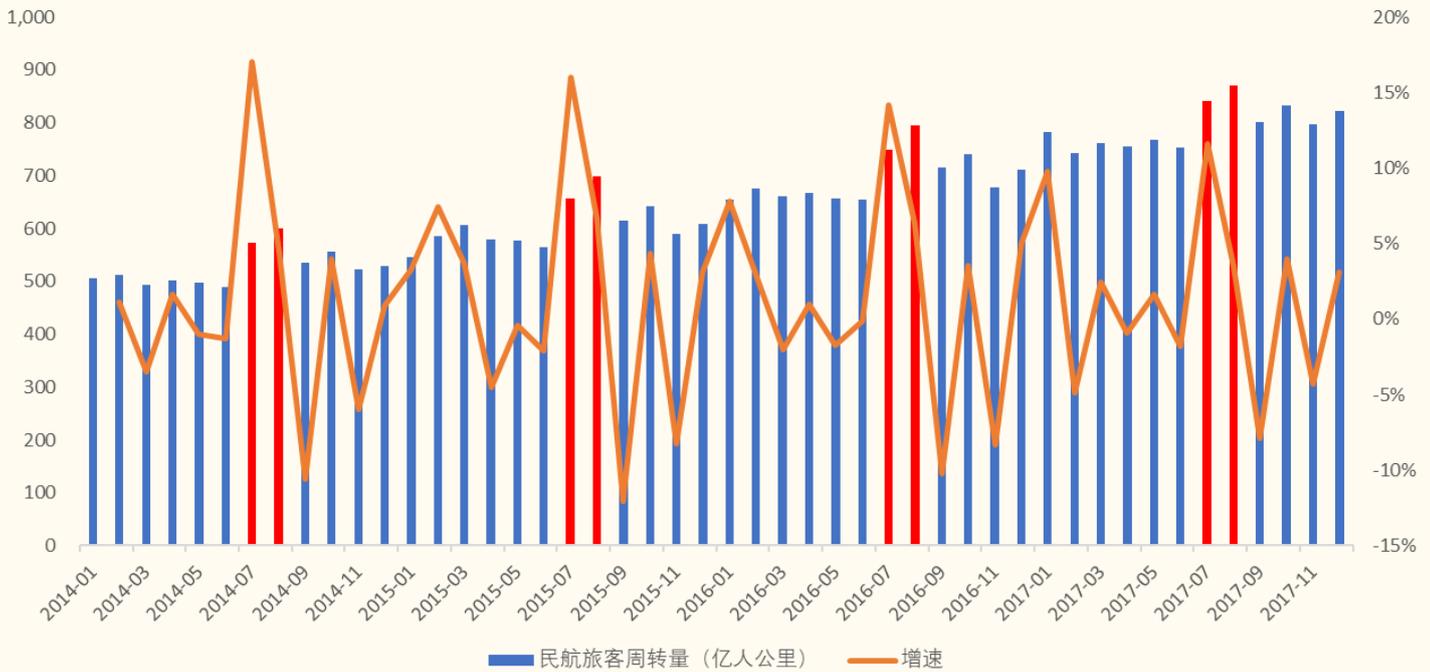
图表 16: 吉祥航空客公里收入对净利润敏感性测算

2017 年客运收入 (万元)	1,205,332.34
2017 年 RPK (万公里)	2,741,123.39
2017 年 RPK 客公里收入 (元)	0.4397
提价 1% 单位客公里收入 (元)	0.444
客运收入增加 (万元)	12053.32
税率	25%
净利润增加 (万元)	9039.99
2017 年归母净利润 (万元)	132563.12
净利润敏感性	7%

来源: 公司公告、国金证券研究所

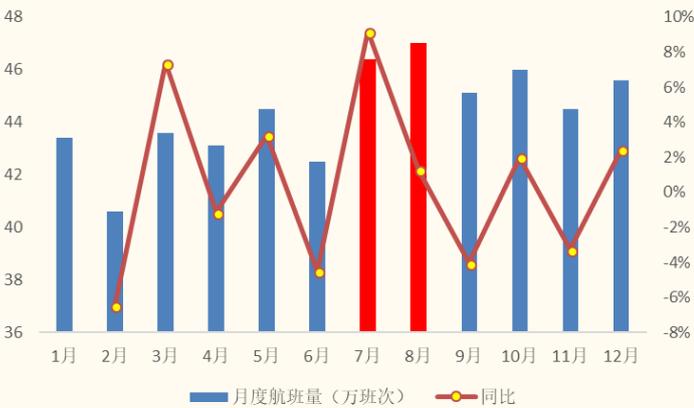
- 暑期旺季促使票价改革效果达到极限。**民航局 6 月发布《关于进一步做好雷雨保障工作的通知》, 要求各运行单位明确责任, 联动配合保障民航旺季安全准点高效运营。受到安全和准点率的制约, 5 月各航空公司供给增速开始下滑。其中三大航 ASK 同增 11.5% (4 月同增 13.2%)、春秋同增 17.1% (4 月同增 22.4%)、吉祥同增 8.5% (4 月同增 18.8%)。6 月下旬航空暑运旺季到来, 加上民航局今年在旺季对于加班批复较为谨慎, 供给侧缩减, 预计暑期供需缺口将推动实际票价大幅上涨。

图表 17: 民航旅客周转量暑期旺季明显



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 2017 年 7、8 月份月度航班量最大



来源: 民航局、国金证券研究所

图表 19: 2017 年 7、8、9 月份日均航班量最大



来源: 民航局、国金证券研究所

2.4 上海机场占比稳固提升+票价提升, 预计 2018 暑期国内航线带来收益增厚 1.3 亿元

- **上海机场地理位置优势明显。**上海是我国的直辖市之一, 长江三角洲世界级城市群的核心城市, 位于亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点。地处中国东部沿海经济发展带与长江经济带的交汇处, 直接服务区长三角地区是中国目前经济发展速度最快、经济总量规模最大、最具有发展潜力的经济板块。目前上海机场早已成为国内人次出行需求最多的机场。2017 年, 上海两场旅客吞吐量 1.12 亿人次, 早已超过北京首都和南苑机场旅客吞吐量之和。
- **浦东机场国际和地区旅客量继续保持全国第一。**浦东机场作为国际经济复合枢纽, 2017 年, 浦东机场的年旅客吞吐量巩固了全国排名第二的地位,

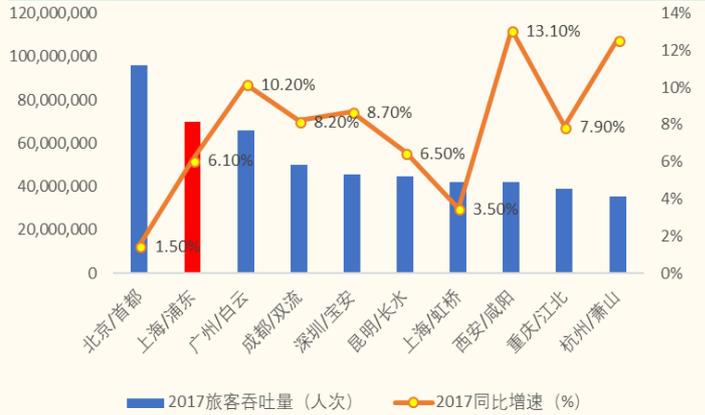
其国际和地区旅客量继续保持全国第一。2017年，浦东机场国际和地区旅客吞吐量3472万人次，同比增长4.4%。

图表 20: 上海机场旅客吞吐量早已超过北京两场



来源: Wind、国金证券研究所

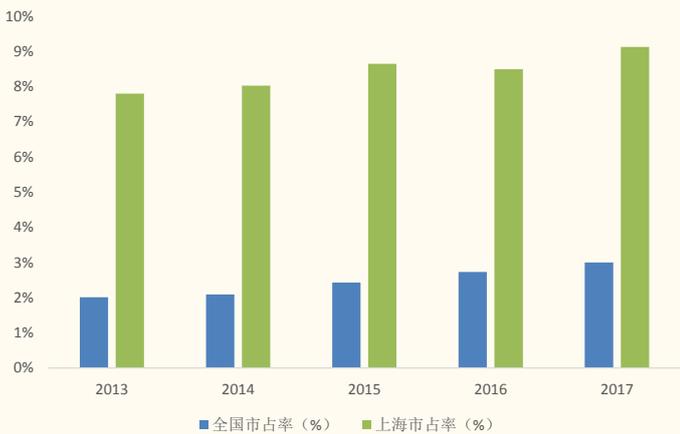
图表 21: 2017 浦东机场年旅客吞吐量巩固全国第二



来源: Wind、国金证券研究所

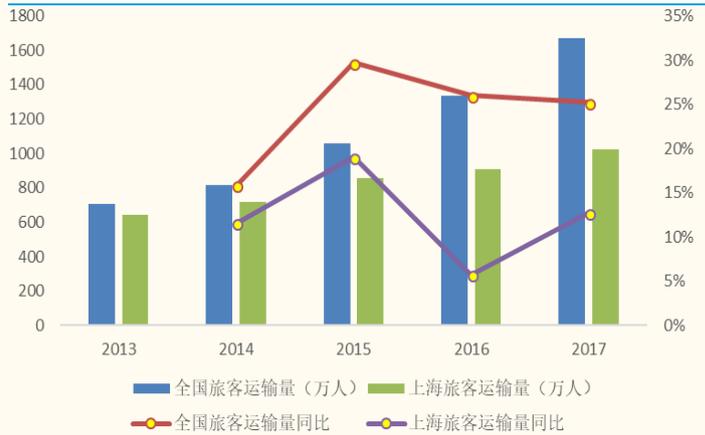
- 公司聚焦上海市场，上海机场市占比逐年稳固提升。公司 2017 年旅客运输总量超过 1670 万人次，其中上海两场旅客运输量达到 1022 万人次，同比增长 12.8%，上海业务占比超 60%。2017 年公司上海市占比 9.13%，同增 0.6pct。2017 年公司全国市占比达到 3%，同增 0.3pct。

图表 22: 2017 年吉祥航空上海市场市占比



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 23: 2017 年吉祥航空上海旅客运输量



来源: 公司公告、国金证券研究所

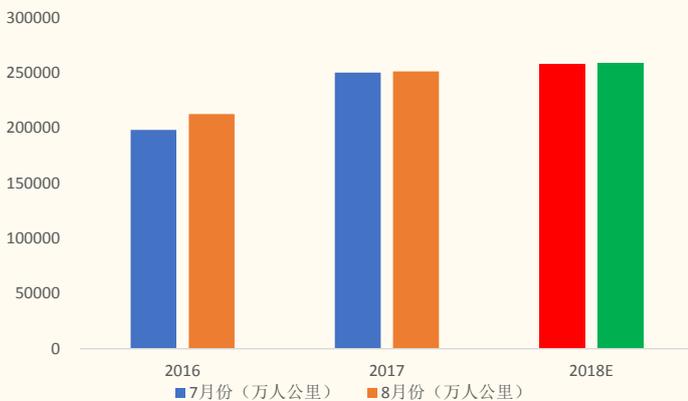
- 预计机场 2018 暑期带来净利润增厚 1.3 亿元。2017 年上海两场 7、8 月份旅客吞吐量 969.03、976.42 万人次，保守假设 2018 年 7、8 月份旅客周转量同比增速 3%、3%，暑期客公里收入提高 8% (2017Q3 客公里收入 0.51 元)，吉祥航空上海两场业务占比自身 60%，我们预计公司 2018 暑期上海机场将带来净利润增厚 1.3 亿元。

图表 24：预计暑期上海市场国内航线增厚收益 1.3 亿元

2017-7 公司国内旅客月周转量 (万人公里)	250410.8
2017-8 公司国内旅客月周转量 (万人公里)	251371.07
2018E-7 公司国内旅客月周转量 (万人公里)	257923.12
2018E-8 公司国内月旅客周转量 (万人公里)	258912.20
2018E (7、8) 公司上海市场国内旅客周转量 (万人公里)	310101.20
2017Q3RPK 客公里收益 (元)	0.51
提价 10%单位客公里收益 (元)	0.55
上海市场国内暑期客运收入增加 (万元)	17258.49
税率 (%)	25%
上海市场国内净利润增厚 (万元)	12943.86
吉祥航空上海两场国内航线暑期净利润增厚 (亿元)	1.29

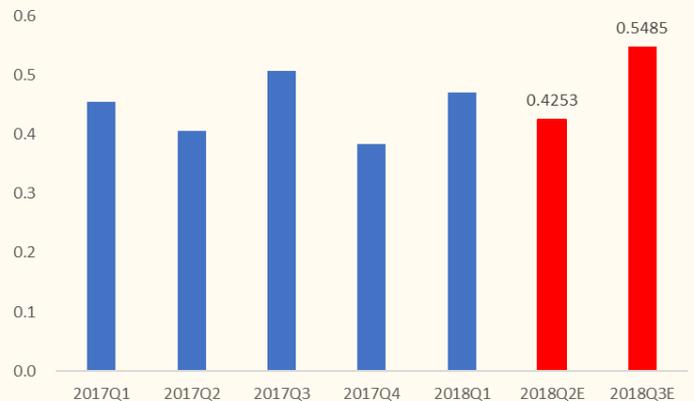
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 25：预计 2018 年 7、8 月份公司旅客周转量



来源：民航局、国金证券研究所

图表 26：假设 2018Q3 公司客公里收入 0.55 元



来源：公司公告、国金证券研究所

2.5 南京辅助基地运营能力持续提升，锦上添花，未来业绩可期

- 2016 年 3 月，在上海浦东、虹桥两大机场时刻紧张、资源有限的大背景下，在上海主基地战略指导下，为了更好的匹配飞机引进与时刻和航线排布，公司将南京设立为辅助基地。2017 年南京禄口机场先后开通四十余条国内、国际航线，航线辐射范围较广，形成了具有一定规模的网络布局。
- 2017 年南京禄口机场客运量/国内总吞吐量占比达 2.49%。2017 年南京禄口机场旅客吞吐量达到 2582.29 万人次 (+15.5%)，国内机场旅客吞吐量排行 11 位。南京禄口机场客运量/国内总吞吐量占比稳定提升，2017 年达到 2.49%。2018Q1 南京机场旅客吞吐量同比增速 16%，增速维持高位，目前南京机场新增时刻超过两成由吉祥航空获得，公司将充分受益南京机场的发展。

图表 27: 南京禄口机场客运量占比 2017 提升到达 2.49%



来源: Wind、国金证券研究所

3. 九元航空获准新增国际航线, 助力业绩增长

3.1 广州基地优势显著

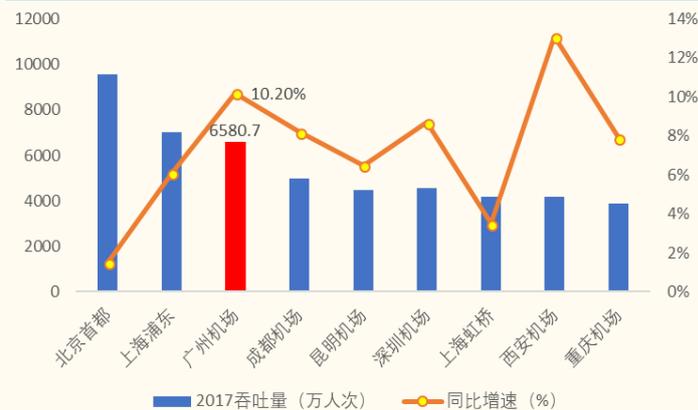
- 公司子公司九元航空以广州为基地中心, 充分利用广州市作为广东省及珠三角中心的地理区位优势、覆盖辐射珠三角及周边地区, 建立以广州为中心的航空网络, 以广州为中心全面覆盖国内主要城市, 依托广州白云机场与东南亚相关旅游国家距离较近、珠三角城市群消费能力及意愿均较高、国人乘坐飞机出行越来越普及、航空旅行越来越大众化等有利条件并利用公司多年积累的丰富航空业运营经验, 拓展廉价航空市场、延伸业务层次, 有利于扩大公司经营规模、提升盈利空间, 为公司未来发展奠定坚实基础。
- 广州机场 2017 年旅客吞吐量达 6580.7 万人次 (+10.2%)。目前九元航空为除南方航空股份有限公司以外, 唯一一家以广州为主运营基地的航空客运公司, 更是广州地区唯一一家主基地低成本航空公司。2017 年广州机场旅客吞吐量达 6580.7 万人次 (+10.2%), 吞吐量机场排名第三。

图表 28: 广州机场旅客吞吐量近几年高速增长



来源: Wind、国金证券研究所

图表 29: 广州机场 2017 年旅客吞吐量机场排名第三



来源: 公司公告、国金证券研究所

3.2 九元航空获准扩大经营范围, 未来业绩可期

- 九元航空运营均为国内航线, 暂未开设国际航线。5 月 28 日, 民航局发布《关于扩大九元航空有限公司经营范围的公示》, 九元航空经营范围自国内(含港澳台)航空客货运输业务扩大至周边国家的国际航空客货运输业务。

- 目前九元航空已开通广州、贵阳、海口、南京、大连、天津、温州、哈尔滨、长春、乌鲁木齐、天津、西安、兰州、库尔勒、石河子等 23 座城市航线。该航司在 3 月 25 日、26 日分别新开通的广州-兰州-库尔勒、广州-兰州-石河子新航线，不仅结束广州至石河子、库尔勒没有航班的历史，为新疆这两地旅客出行有效节约了时间和成本，也得到广东以及新疆主流媒体的广泛宣传报道和当地民众的赞誉和好评。新航线首航客座率高达 93.62%。

4. 成本控制+差异化服务，打造核心竞争优势

4.1 油价以及汇率负面因素影响有限

- 2017Q2 以来，人民币大幅贬值。截至 2017 年底，公司美元债务约 1.56 亿美元，经测算，人民币兑美元汇率变动使人民币升值或贬值 1%，净利润增加或减少 229.32 万元，占 2017 净利润比值仅有 0.17%，汇率变动影响甚微。

图表 30：汇率扰动影响甚微

2017 年美元债务（美元）	1.56
美元兑人民币变动幅度	1.00%
公司净利润变动（万元）	229.32
2017 年归母净利润（万元）	132563.12
净利润敏感度	0.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

图表 31：美元兑人民币 2018 年 Q2 以来大幅上涨



来源：Wind、国金证券研究所

- 2018 年来，航空煤油价格进口到岸完税价格持续走高，截至目前涨幅超过 10%（4775 元/吨上涨至 5336 元/吨），1-7 月均价同增 21.9%。经测算，航空煤油价格每上涨 1%，公司净利润变动 2149.5 万元，净利润敏感度达 1.62%。但自 6 月 5 号起，国内航线燃油附加费恢复征收每人 10 元，假设公司平均燃油采购价格以 6 月 1 日航空煤油供中航油 5389 元/吨计算，燃油附加费的征收可覆盖燃油价格上涨新增成本的 66%，燃油价格走高压力得以缓解。

图表 32: 吉祥航空净利润对燃油价格敏感度测算

2017 燃油成本 (万元)	286594
占成本比例	29.07%
航油价格上涨 (元/吨)	1%
则燃油成本增加 (万元)	2865.94
税率	25%
净利润减少 (万元)	2149.455
2017 归母净利润 (万元)	132563.12
敏感度	1.62%

来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 33: 燃油附加费可覆盖公司新增燃油成本 66%

国内旅客人次 (千)	14,749.9
800 公里以下旅客人次 (千)	4,425.0
800 公里以上旅客人次 (千)	10,324.9
2017 年预计耗油量 (万吨)	68.2
国内 ASK 占比	84.4%
国内耗油量 (万吨)	57.5
航油成本增加 (百万)	223.8
燃油附加费收入 (百万)	147.5
覆盖航油成本增加比例	65.9%

来源: 公司年报、Wind、国金证券研究所 (假设 800 公里以下旅客占比 30%)

4.2 公司成本控制效果显著

- **机队年轻提升运营效率, 带来最大成本节约。**“年轻机队和统一机型”是本公司自设立以来始终坚持贯彻执行的经营理念。截止 2017 年末, 公司共拥有 81 架飞机 (包含九元航空), 平均机龄仅为 4 年。A320 系列是单通道双发中短程 158 和 190 座客机, B737 系列飞机是单通道双发中短程 189 座客机, 油耗较少, 污染较轻, 在中短程航距上是目前经济性较好、效益较高的机型之一。其飞行范围覆盖超过 20 个国家以及 30 多亿人口, 选用空客 A320 系列飞机符合公司以上海为主运营基地始发辐射全国及周边国家地区的航线安排及市场定位。

图表 34：空客 A320 系列的营运范围



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 35：2017 公司机队规模情况

引进方式	飞机型号	数量	平均机龄
自购	A320 系列	31	3.5
融资租赁	A320 系列	2	5.88
经营租赁	A320 系列	34	5.29
自购	B737 系列	5	0.58
融资租赁	B737 系列	2	1.38
经营租赁	B737 系列	7	2.59
合计	-	81	4

来源：公司年报、国金证券研究所

- **2017 年公司成本管理控制显著。**成新率较高的年轻机队能够保持低水平的故障率和高水平的出勤率，大幅提升机队运营的效率，带来最大的成本节约；其次，机龄较短的飞机出现大修的概率较低，能够显著降低飞机维护维修成本；在飞机采购方面，本公司与空客公司、波音公司、相关飞机租赁公司建立了长期、稳定的合作伙伴关系，在飞机引进价格、承租费用方面均能够取得最大程度的优惠；
- 2017 年公司起降成本 138140 万元 (+17.64%)，成本占比同比-1.16%，租赁折旧费 179764 万元 (+17.33%)，成本占比变化-1.56%，维修成本 52299 万元 (+17.54%)，成本占比减少-0.44%。增速均低于 2017 年 ASK 增速+22.27%，且成本占比均减少。

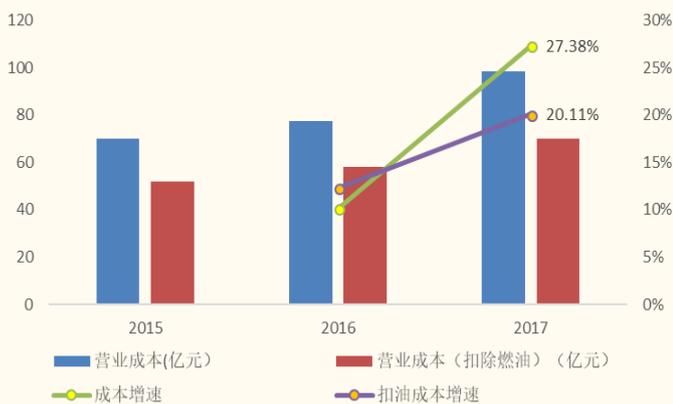
图表 36：公司 2017 年成本控制显著

	2015	2016	2017	2017 同比增速	2017 年成本占比变化
ASK (万人公里)	2095101	2578600	3152889	22.27%	-
起降成本 (万元)	87292	117422	138140	17.64%	-1.16%
租赁折旧费 (万元)	113604	153216	179764	17.33%	-1.56%
维修成本 (万元)	13020	44494	52299	17.54%	-0.44%

来源：公司年报、国金证券研究所

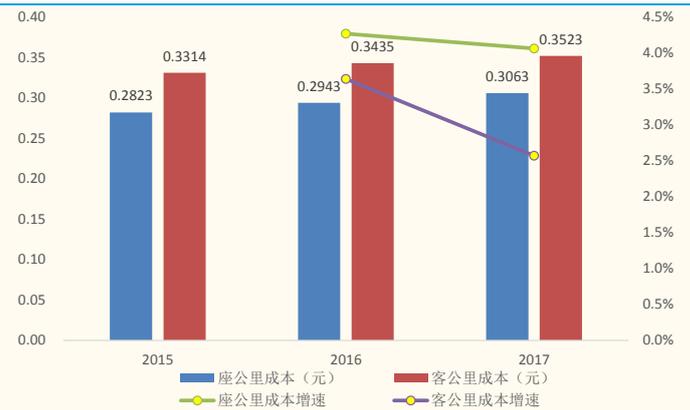
- **2017 年公司扣油成本增速低于 ASK 运力增速。**2017 年因国际原油触底反弹，燃油成本大幅上涨，2017 年营业成本 98.59 亿元 (+27.38%)，增速远大于 ASK 增速 22.27%。扣油成本 (扣除燃油成本) 69.93 亿元 (+20.11%)，增速低于 ASK 运力投入增速，说明其他成本管理显成效。

图表 37: 2017 扣油成本增速 20.11% 低于 ASK 增速



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 38: 2017 年公司座公里成本、客公里成本增速下降



来源: 公司年报、国金证券研究所

- **2018Q1 公司成本管控绩效得以延续。**2018Q1 公司销售、管理费用管控优化, 销售、管理费用成本占比分别为 4.10%、2.63%, 同比分别下降 0.3%、0.31%。2018Q1 公司 ASK87.1 亿人公里(+15.43%), 营业成本 28.46 亿元(+16.2%), 一季度由于原油上涨, 假设 2018Q1 公司燃油成本占比 35% (2017 占比 29%), 我们测算公司 2018Q1 扣油座公里成本为 0.2123 元, 相比 2017 年 0.2218 元, 降幅 4%。

4.3 吉祥航空领先服务质量、挖掘潜在航线的差异化战略

为避免陷入恶性竞争, 公司制定了打造“HVC 高价值航空公司的卓越代表”, 实现客户、员工、股东三重高加之的战略。

- **领先服务品质。**吉祥航空的差异化竞争策略体现在“领先服务品质、最优成本结构”的经营理念上。奉行以最优成本结构支撑略低于市场竞争对手的价格水平, 同时为客户提供超出其预期的高性价比航空旅行体验。公司不以价格策略作为核心竞争力, 而是通过为客户提供超出票价水平预期的高性价比服务赢得客户的认可 and 市场份额。
- **挖掘潜在航线、航班。**公司的差异化竞争策略还体现在航线、航班安排方面。公司善于挖掘尚未被竞争对手关注的潜在市场, 曾独飞上海始发至包头、北海等航线并成功将其培育成为盈利能力较强的经典航线。同时, 本公司亦十分注重航班在上海两大机场之间的差异化安排, 根据市场情况和航线资源, 公司合理布局浦东机场与虹桥机场的航线分布, 从而赢得了大量身处上海市中心区域的中高端公务、商务客户。

图表 39: 2017 吉祥航空公司“温暖随行、享所未想”全新品牌发布



来源: 民航资源网、国金证券研究所

图表 40: 吉祥航空定位为更具亲和力的航空体验提供者



来源: 民航资源网、国金证券研究所

- **九元航空最优成本结构差异化战。**公司采用低成本经营模式, 主要针对价格敏感的旅客群体, 提供安全、经济、便捷的航空运输服务。其将基本航

空运输服务和其他服务进行明确划分，坚持只让旅客购买自己需要的服务，从而将机票价格做到最实惠。

4.4 精细管理，专业经营提升经营效率

本公司对于航空运输业务全流程进行深入精细化管理，采取合理布局航线网络、灵活调配航班时间、精确测算航油搭载、实时安排进出港机位等标准化系统管理措施，实现全流程经营最优成本结构安排。

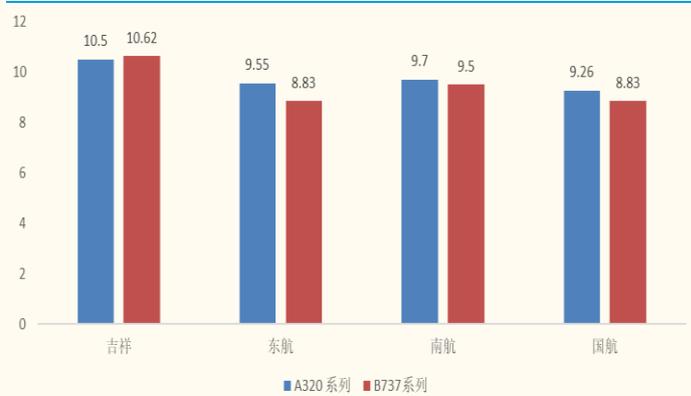
- 2017 年夏季，因受不正常天气等多种不利因素的影响，公司航班准点率较往年大幅下滑，公及时作出反应，专题深入分析原因，制定了针对性方案，航班正常性工作出现明显成效。2017 年 10 月份实现 91.8% 的到港正点率；11 月又达到了 91.7% 的航班正常率；12 月的 94.65% 创下公司航班正常率月度新高，充分展现公司“高效率、高品质”的品牌形象。
- 2017 年公司全年 A320 系列飞机日利用率为 10.5 小时、B737 系列日利用率 10.62 小时，居于行业较高水平。

图表 41：公司到港正点率明显提高（单位：%）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 42：公司飞机日利用率居于行业较高水平（单位：小时）



来源：Wind、国金证券研究所

5. 宽体机引进，有望开拓新的利润增长点

- 2017 年公司通过自有资金、银行贷款、租赁安排及其他外部融资满足了引进飞机以及相关设备的需求，通过自购或融资租赁引进飞机 12 架，通过经营性租赁引进飞机 4 架。公司 2018 年下半年（预计九月份）将引进波音 787-900 宽体机，目前持有 B787-9 订单 10 架（2018 年引入 3 架，2019 年 4 架，2020 年 3 架）。依托中国最大的航空枢纽上海，借助星空联盟的优质品牌为公司国际化战略转型及宽体机运营洲际航线提供支持。

图表 43：公司 2017、2018 机队模型情况

机队模型	2017 实际	2018 预计
当期引进	吉祥 11, 九元 5	吉祥 6, 九元 4
当期退出	0	1
当期净增	16	9
机队总规模	吉祥 67, 九元 14	吉祥 72, 九元 18

来源：公司年报、国金证券研究所

- 波音 787-9 丰富的亮点将吸引更多旅客，公司收入有望进一步增加。

商务舱亮点。波音 787-9 将采用两舱布局，将配备 29 个备受好评的全平躺 Thompson Vantage XL 商务舱座椅。将采用 1-2-1 交错式布局，不仅能保证私密性，且会有更大的空间。

- **经济舱亮点。**787-9 经济舱将采用更高端舒适的，符合人体工程学的 RECARO CL3710 座椅。该座椅广受世界顶尖航司欢迎。最大座椅间距可至 32 英寸。

- 波音 787-9 有望进一步降低公司航空成本。

波音 787-9 是为长途飞行特别设计的具备人性化体验的宽体客机。众多的黑科技可以节约旅行成本的同时获得更好的体验。

作为 787-8 的延展机型，787-9 能够搭载更多乘客和货物，且航程更远——即搭载超过 300 名乘客飞行超过 7635 海里（14140 公里）——同时油耗和排放量降低百分之二十。

6. 盈利预测与估值

- 假设 2018 年公司客公里收入提高 7.5%（2018 年上海两场时刻增量有限，公司采取价格优先战略，并且可提价 20 条航线票价），2019/2020 年浦东机场卫星厅投产，时刻增量或有释放，客公里收入按照 2.5%、1.0% 提升。国内航线运输周转量 2018/2019/2020 年保守估计增速均按照 15%/20%/20% 测算，我们预计 2018/2019/2020 年公司分别实现营收 153.9/188.8/229.7 亿。

图表 44：吉祥航空运力增速假设

运力增速假设	2017A	2018E	2019E	2020E
国内航线	26.1%	15.0%	20.0%	20.0%
港澳航线	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
国际航线	14.3%	20.0%	20.0%	25.0%
客公里收益增速	0.7%	7.5%	2.5%	1.0%
机队规模引进	16	9	15	22

来源：国金证券研究所

- 由于公司一直注重成本管理且目前公司成本管理绩效也持续延续，我们假设公司未来折旧及摊销、维修成本、租赁支出继续改善。2018/2019/2020 年布伦特原油每桶均价按 72/74/75 美元测算，我们预计公司 2018/2019/2020 发生营业成本 124.3/149.4/179.6 亿元。

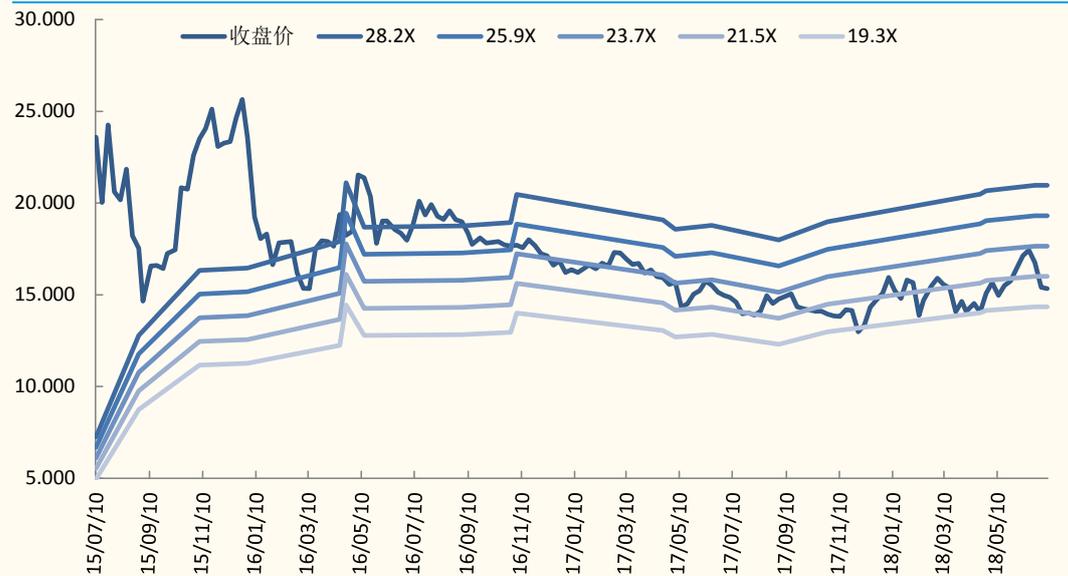
图表 45：吉祥航空公司估值预测

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	12411.7	15,393.86	18,882.29	22,970.26
营业成本合计（百万元）	9858.8	12,432.66	14,943.65	17,964.40
毛利率（%）	20.57%	19.2%	20.9%	21.8%
归母净利润（百万元）	1,325.63	1,502.12	2,024.45	2,745.78
同比增速	6.1%	13.31%	34.77%	35.63%
EPS（元）	0.74	0.836	1.127	1.528

来源：国金证券研究所

- 吉祥航空成本控制+差异化战略打造公司核心竞争优势。2018 年下半年公司宽体机的引进以及九元航空国际航线开放成为公司未来业绩增长点。预测公司 2018-2020 年的 EPS 为 0.84 元/1.13 元/1.53 元，对应 PE 分别为 18 倍/14 倍/10 倍，观察吉祥航空历史估值，除去刚上市一年次新股阶段 PE 估值较高，2016 年年中至今 PE 估值均值约 24 倍，按此给予目标价 20-22 元，有约 35% 上涨空间，维持“买入”评级。

图表 46: 吉祥航空 PE Band



来源: 国金证券研究所

7. 风险提示

- **油价上涨超预期:** 若国际油价上涨速度与幅度超预期, 或将大幅度拉低航空公司业绩, 并扭转市场对于航空公司预期。
- **人民币贬值超预期:** 若人民币持续贬值幅度超出预期, 将大幅拉高公司营业成本, 从而抑制公司收益的增加。
- **突发安全事故发生:** 疾病爆发和恶劣天气等影响, 将对于航空业需求带来毁灭性打击。

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	8,158	9,928	12,412	15,394	18,882	22,970	货币资金	1,287	1,689	2,103	2,200	2,300	2,350
增长率		21.7%	25.0%	24.0%	22.7%	21.6%	应收账款	1,290	1,320	1,314	1,600	1,807	2,072
主营业务成本	-6,039	-7,740	-9,859	-12,433	-14,944	-17,964	存货	44	68	90	99	119	143
%销售收入	74.0%	78.0%	79.4%	80.8%	79.1%	78.2%	其他流动资产	160	697	466	512	575	650
毛利	2,119	2,188	2,553	2,961	3,939	5,006	流动资产	2,781	3,773	3,973	4,410	4,800	5,215
%销售收入	26.0%	22.0%	20.6%	19.2%	20.9%	21.8%	%总资产	20.7%	21.7%	19.6%	19.2%	18.1%	16.9%
营业税金及附加	-18	-19	-26	-31	-38	-46	长期投资	9	97	165	166	165	165
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	9,762	12,819	15,262	17,634	20,778	24,630
营业费用	-436	-461	-532	-693	-850	-1,034	%总资产	72.8%	73.9%	75.4%	76.6%	78.2%	79.8%
%销售收入	5.3%	4.6%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%	无形资产	556	624	758	787	813	836
管理费用	-269	-312	-384	-462	-566	-689	非流动资产	10,623	13,584	16,264	18,615	21,784	25,659
%销售收入	3.3%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	79.3%	78.3%	80.4%	80.8%	81.9%	83.1%
息税前利润 (EBIT)	1,396	1,396	1,611	1,776	2,485	3,237	资产总计	13,405	17,357	20,237	23,025	26,584	30,874
%销售收入	17.1%	14.1%	13.0%	11.5%	13.2%	14.1%	短期借款	4,409	3,788	3,071	3,315	3,527	3,539
财务费用	-268	-180	-269	-267	-351	-212	应付款项	1,410	1,749	1,842	2,138	2,589	3,127
%销售收入	3.3%	1.8%	2.2%	1.7%	1.9%	0.9%	其他流动负债	457	545	769	864	1,054	1,278
资产减值损失	5	2	-3	-3	-1	-1	流动负债	6,276	6,081	5,682	6,317	7,170	7,944
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,981	2,919	4,996	5,996	7,246	8,746
投资收益	18	-5	318	350	400	450	其他长期负债	684	623	775	850	850	850
%税前利润	1.3%	n.a	17.4%	17.2%	14.6%	12.2%	负债	9,941	9,622	11,453	13,164	15,267	17,541
营业利润	1,151	1,214	1,657	1,856	2,533	3,474	普通股股东权益	3,365	7,628	8,650	9,703	11,135	13,126
营业利润率	14.1%	12.2%	13.3%	12.1%	13.4%	15.1%	少数股东权益	98	107	133	158	183	208
营业外收支	250	447	169	180	200	220	负债股东权益合计	13,405	17,357	20,237	23,025	26,584	30,874
税前利润	1,401	1,661	1,826	2,036	2,733	3,694	比率分析						
利润率	17.2%	16.7%	14.7%	13.2%	14.5%	16.1%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-373	-411	-474	-509	-683	-924	每股指标						
所得税率	26.6%	24.7%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.922	0.973	0.738	0.836	1.127	1.528
净利润	1,028	1,250	1,352	1,527	2,049	2,771	每股净资产	2.962	5.943	4.814	5.400	6.196	7.304
少数股东损益	-19	1	26	25	25	25	每股经营现金净流	1.704	1.536	1.500	1.227	1.817	2.290
归属于母公司的净利润	1,047	1,249	1,326	1,502	2,024	2,746	每股股利	0.600	0.500	0.228	0.250	0.330	0.420
净利率	12.8%	12.6%	10.7%	9.8%	10.7%	12.0%	回报率						
							净资产收益率	31.12%	16.37%	15.32%	15.48%	18.18%	20.92%
							总资产收益率	7.81%	7.20%	6.55%	6.52%	7.62%	8.89%
							投入资本收益率	9.44%	7.27%	7.08%	6.95%	8.44%	9.48%
							增长率						
							主营业务收入增长率	22.74%	21.70%	25.01%	24.03%	22.66%	21.65%
							EBIT增长率	152.14%	-0.01%	15.42%	10.22%	39.91%	30.28%
							净利润增长率	144.87%	19.27%	6.13%	13.31%	34.77%	35.63%
							总资产增长率	68.99%	29.49%	16.59%	13.78%	15.46%	16.14%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	7.8	8.2	7.1	7.0	7.0	7.0
							存货周转天数	2.4	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9
							应付账款周转天数	30.1	30.6	32.2	30.0	30.0	30.0
							固定资产周转天数	241.3	288.3	330.5	318.0	316.1	317.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	176.24%	64.87%	67.91%	72.11%	74.87%	74.52%
							EBIT利息保障倍数	5.2	7.8	6.0	6.7	7.1	15.3
							资产负债率	74.16%	55.44%	56.60%	57.17%	57.43%	56.81%

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	27
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.21

来源：贝格数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-28	买入	27.70	N/A
2	2017-04-18	买入	22.63	N/A
3	2017-05-02	买入	22.36	N/A
4	2017-08-30	买入	14.96	N/A
5	2018-04-17	买入	15.00	N/A
6	2018-04-26	买入	14.99	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

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的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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7GH