

## 机遇期下对标西南航空潜力广阔

## ——春秋航空系列报告机遇篇

## 核心观点

- **西南航空是全球领先的低成本航空。**西南航空于 1967 年成立，是全球领先的低成本航空运营商，成立初期专注美国国内客运市场，2011 年成功收购穿越航空，随后逐步开拓国际航线成为国际性航空公司。收入端，上市以来公司复合收入增速达到 20%，2019 年公司实现收入 224 亿美元，同比增长 2.11%，近五年公司收入增速复合增长为 3.5%，处于稳定低速期。利润端公司历史上保持连续盈利，即使面对燃油成本上升、突发事件冲击等非规事件，公司依旧保持盈利。
- **收入稳定性高于传统航空具备持续增长性。**以美国西南航空为例，其收入增速和净利率整体高于行业且稳定性更强（公司自 1971 年成立以来，经历几轮经济周期，从未发生过年度亏损）尤其是在其成长初期（机队规模在 200 架以下）的时候，其收入增速和净利率更是远高于行业。低成本航空目标客户是自费出行为主的旅客，处于旅客金字塔的塔基位置，其出行需求偏刚性，受经济周期影响相对较小。
- **多措施贯彻成本领先战略。**以美国前四大航空公司单位座英里成本对比，2019 年西南航空单位成本低于另外三家约 14%。其中 1) 单一机型配置，西南航空全部采用波音 737 系列飞机，且设置单一舱位，单机座位数更高。2) 更高机队日利用率，采用点对点直飞模式，加速飞机的使用率，避免枢纽机场的等待时间。3) 不断更新机队，提升燃油效率。

## 财务预测与投资建议

- 单机盈利看，春秋单位飞机贡献净利润约为西南航空的 94%，单位乘客贡献净利润为西南航空的 73%，机队规模仅有西南航空 12%，综合看春秋具备成长与提升盈利空间。我们预测公司 20-22 年 EPS 至-0.61/1.5/3.04 元，参考可比公司估值水平 16.86 倍 PE 且考虑到春秋经营稳健性，给予 30% 估值溢价对应 2022 年 22 倍 PE 估值，上调目标价为 66.88 元，维持增持评级。

## 风险提示

航空业激烈价格竞争，燃油价格大幅上涨，疫情控制不及预期，新租赁准则切换

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,114	14,804	9,588	14,041	17,530
同比增长(%)	19.5%	12.9%	-35.2%	46.4%	24.9%
营业利润(百万元)	1,918	2,311	(738)	1,785	3,625
同比增长(%)	20.1%	20.5%	-131.9%	341.9%	103.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,503	1,841	(556)	1,375	2,782
同比增长(%)	19.1%	22.5%	-130.2%	347.2%	102.4%
每股收益(元)	1.64	2.01	(0.61)	1.50	3.04
毛利率(%)	9.7%	11.4%	-11.7%	7.3%	16.0%
净利率(%)	11.5%	12.4%	-5.8%	9.8%	15.9%
净资产收益率(%)	13.8%	13.0%	-3.8%	9.3%	16.5%
市盈率	39.5	32.2	(106.7)	43.2	21.3
市净率	4.5	3.9	4.2	3.8	3.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月04日)	64.74 元
目标价格	66.88 元
52周最高价/最低价	67.44/28.73 元
总股本/流通A股(万股)	91,646/91,646
A股市值(百万元)	59,332
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年03月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.09	3.27	25.96	73.24
相对表现	4.2	3.45	17.01	64.02
沪深300	0.89	-0.18	8.95	9.22



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖祎

xiaoyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020001

证券分析师 王凯

wangkai5@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520090003

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、经验：西南航空是全球领先低成本服务商 .....	4
1.1 专注低成本航空市场，市占率领先 .....	4
1.2 西南航空实现穿越美国航空业周期 .....	5
1.3 逆周期扩张迎来美国航空业有序竞争 .....	6
1.4 多举措并行实现成本领先战略 .....	7
二、对标：从西南航空看春秋航空发展潜力 .....	10
2.1 对比财务：春秋 ROE 水平具备提升空间 .....	10
2.2 对比效率：春秋单机盈利具备改善空间 .....	11
盈利预测与投资建议 .....	11
盈利预测 .....	11
投资建议 .....	12
风险提示 .....	13

## 图表目录

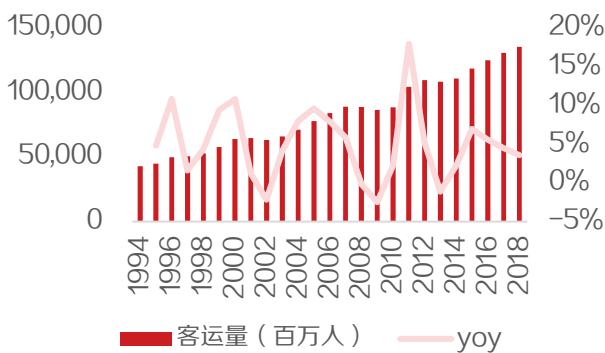
图 1: 西南航空年度客运量 (百万人) .....	4
图 2: 2018 年全球前五大航司市占率 (%) .....	4
图 3: 公司历史可用座公里与收入客公里 (百万人英里) .....	4
图 4: 公司历史机队规模数据 (架) .....	4
图 5: 西南航空营业收入 (百万美元) .....	5
图 6: 西南航空净利润 (百万美元) .....	5
图 7: 西南航空 ROE 水平 (%) .....	5
图 8: 西南航空年度股价涨跌幅 (%) .....	5
图 9: 西南航空与美国航空业收入增速对比 .....	6
图 10: 西南航空净利率与航空业净利润 (百万美元) .....	6
图 11: 1979 年放开管制导致航空业出现破产潮 .....	7
图 12: 2010 年开始航空业 CR4 集中度大幅提升 .....	7
图 13: 西南航空历史机队数量 (架) .....	7
图 14: 美国 2019 年航空业市场份额划分 .....	8
图 15: 西南航空 2019 年成本占比构成 .....	8
图 16: 美国四大航空单位座英里成本对比 (美分) .....	8
图 17: 西南航空与美国航空单位座英里维修成本对比 .....	9
图 18: 西南航空与美国航空平均飞行距离对比 (英里) .....	9
图 19: 西南航空近五年机队信息 .....	10
表 1: 春秋航空与西南航空财务数据对比 .....	10
表 2: 春秋航空与西南航空经营数据对比 .....	10
表 3: 春秋与西南航空单位座公里数据对比 .....	11
表 4: 春秋航空分业务拆分 .....	12
表 5: 可比公司估值表 (截止 2021/3/4) .....	13

## 一、经验：西南航空是全球领先低成本服务商

### 1.1 专注低成本航空市场，市占率领先

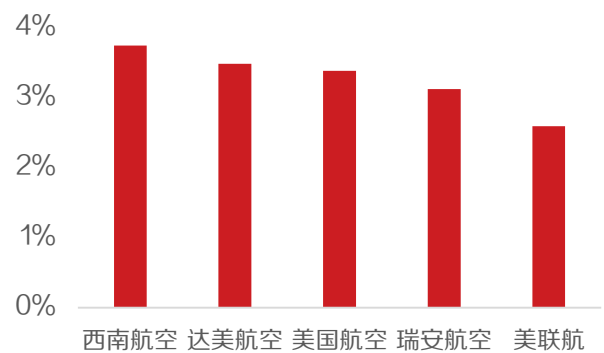
西南航空于 1967 年成立，是全球领先的低成本航空运营商，成立初期专注美国国内客运市场，2011 年成功收购穿越航空，随后逐步开拓国际航线成为国际性航空公司。2018 年公司客运量达 1.34 亿人，全球航空客运量市占率达到 3.74%。经营数据端，截止 2019 年公司合计拥有机队 747 架，全系列为波音 737 系列客机。日航班数量 4000 多个，全年可用座公里 1573 亿人英里，是公司创立时期的 500 多倍。

图 1：西南航空年度客运量（百万人）



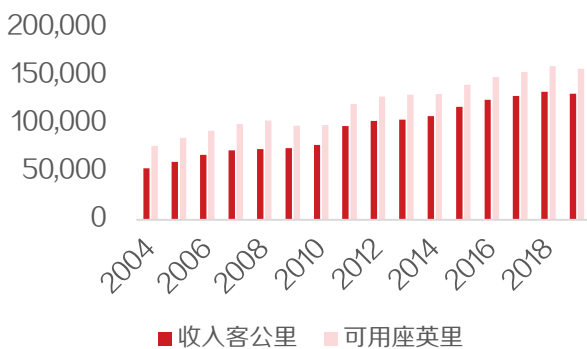
数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 2：2018 年全球前五大航司市占率（%）



数据来源：IATA，东方证券研究所

图 3：公司历史可用座公里与收入客公里（百万人英里）



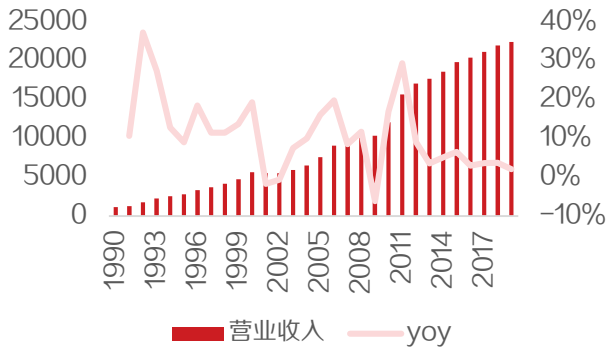
数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 4：公司历史机队规模数据（架）

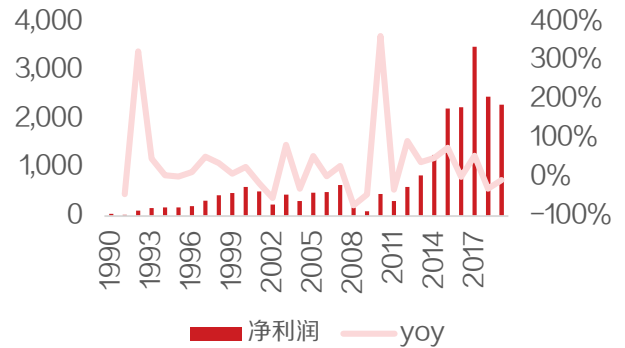


数据来源：公司财报，东方证券研究所

收入端，上市以来公司复合收入增速达到 20%，2019 年公司实现收入 224 亿美元，同比增长 2.11%，近五年公司收入增速复合增长为 3.5%，处于稳定低速期。利润端，公司历史上保持连续盈利，即使面对燃油成本上升、突发事件冲击等非常规事件，公司依旧保持盈利。

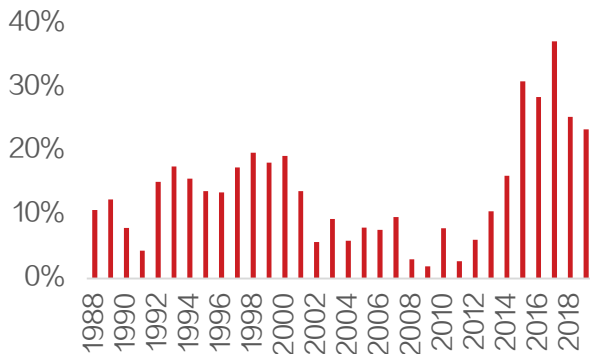
**图 5：西南航空营业收入（百万美元）**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

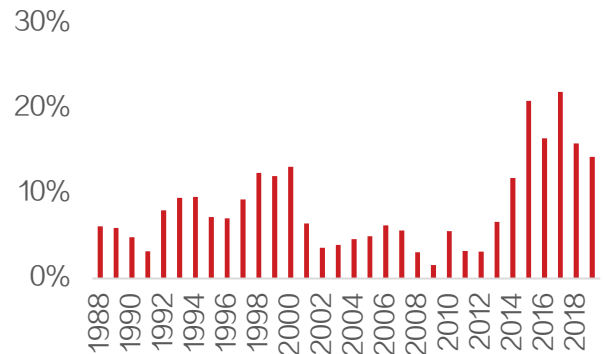
**图 6：西南航空净利润（百万美元）**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

近五年，西南航空 ROE 稳定，均值处于 29%，2019 年西南航空 ROE 为 23.37%，即使在行业面对极端事件下例如 2009 年经济危机，公司 ROE 水平仍有 1.9%。复盘历史当年股价涨幅，近五年公司每年股价涨幅维持 15% 以上，近 20 年股价复合增速为 7%。

**图 7：西南航空 ROE 水平（%）**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

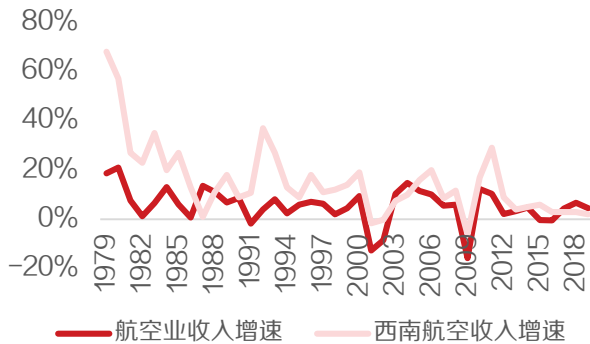
**图 8：西南航空年度股价涨跌幅（%）**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

## 1.2 西南航空实现穿越美国航空业周期

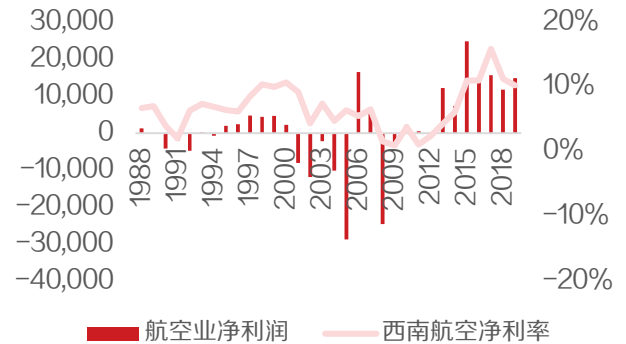
低成本公司的市场定位决定其收入稳定性高于传统航空，低成本航空模式结合较强的管理能力打造较高的净利率水平，并且具备可持续性，净利率波动明显小于行业平均水平。以美国西南航空为例，其收入增速和净利率整体高于行业且稳定性更强（公司自 1971 年成立以来，经历几轮经济周期，从未发生过度度亏损）尤其是在其成长初期（机队规模在 200 架以下）的时候，其收入增速和净利率更是远高于行业。低成本航空目标客户是自费出行为主的旅客，处于旅客金字塔的塔基位置，其出行需求偏刚性，受经济周期影响相对较小。

图 9：西南航空与美国航空业收入增速对比



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 10：西南航空净利率与航空业净利润（百万美元）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

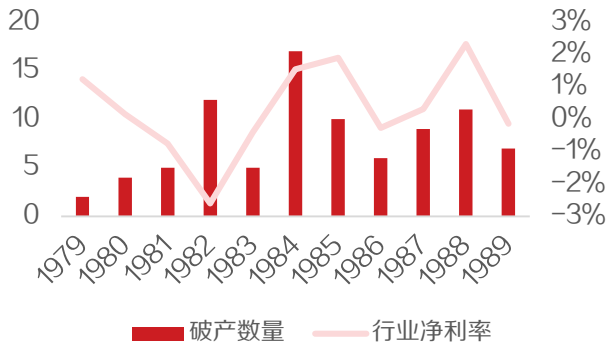
### 1.3 逆周期扩张迎来美国航空业有序竞争

美国航空业经历了从严格管制到自有竞争再到高集中度阶段，西南航空依靠低成本优势，把握每一轮航空低迷周期，实现扩张机队增强经营实力。

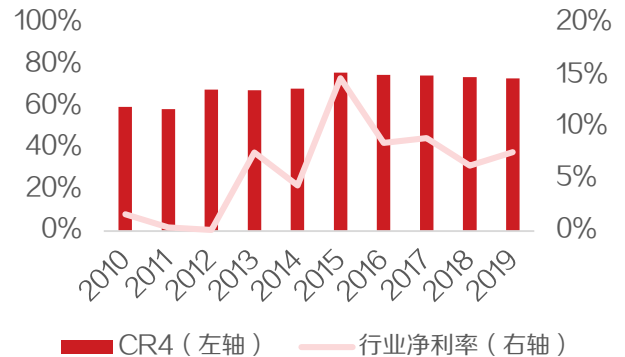
**严格管制阶段：**1979 年之前，美国秉承严格航空管制，设立航空公司、购买飞机、申请航线及机票定价均受到政府管制，市场竞争有序，30 年间尽管盈利有周期波动性，但仅有三次行业亏损，绝大多数时期是盈利的。

**放开管制自由竞争：**1980-2010，航空管制完全放开，航空公司自由注册，自主定价，航线自由申请，行业进入完全竞争状态，有了盈利就疯狂买飞机，新进入者众多。尽管客座率不断提升，但 30 年中亏损 15 年，30 年合计亏损 544 亿美元。

**高集中度阶段：**2010 前后，连续的亏损终于导致大量航空公司撑不下去，大航空扩张运力的方式也从买飞机变成了买公司，并达成了非常克制的引进运力行业默契。行业大规模并购整合自 2007-2013 共 11 起，CR4 提升至 77%。行业集中度提升后，达成不大量购买飞机的默契，2010-2016 年 7 年间运力年均增速 2.2%，需求 3%，行业盈利 617 亿美元，补回了之前 30 年合计亏损的 544 亿美元。

**图 11：1979 年放开管制导致航空业出现破产潮**


数据来源：A4A，东方证券研究所

**图 12：2010 年开始航空业 CR4 集中度大幅提升**


数据来源：BTS，东方证券研究所

放松管制期，1980 年开始西南航空加速扩张机队运力，从创立初期的 3 架飞机到 1990 年公司机队达到 106 架，20 世纪初机队达到了 344 架；危机期，不管是面对非常规 911 事件还是 09 年全球金融危机，公司依旧稳定的扩张自己的机队。外延收购方面，公司于 2011 年收购穿越航空，此次收购帮助公司一次性增加机队合计 140 架。

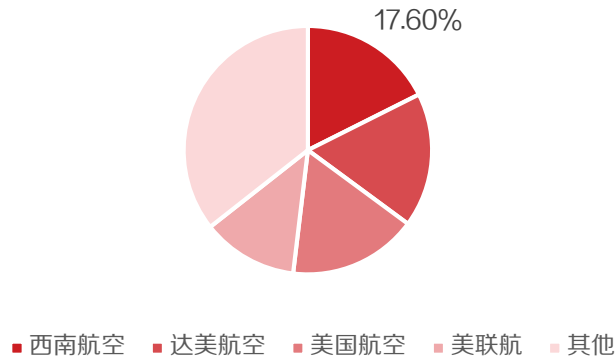
**图 13：西南航空历史机队数量 (架)**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

## 1.4 多举措并行实现成本领先战略

以国内运输旅客量划分，2019 年西南航空占据美国航空业市场份额达到 17.6%，领先全服务航空公司，其中达美航空/美国航空/美联航市场份额分别为 17.5%/16.8%/12.5%。

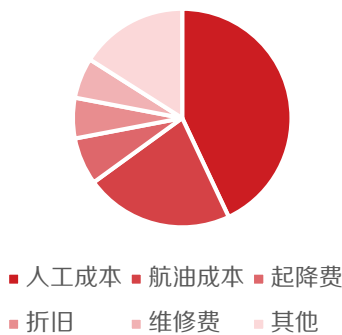
图 14：美国 2019 年航空业市场份额划分



数据来源：BTS，东方证券研究所

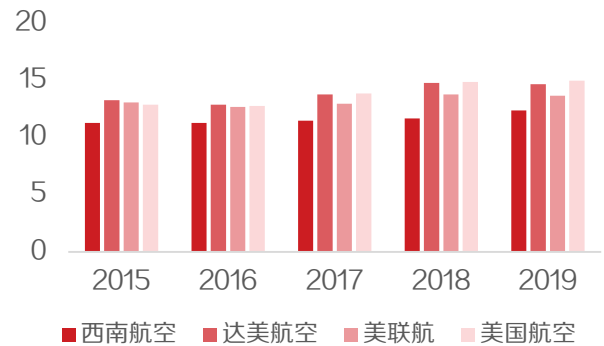
以美国前四大航空公司单位座英里成本对比，2019 年西南航空成本为 12.4 美分，另外三家航空成本均值为 14.46 美分，西南航空单位成本低于另外三家约 14%。若参考对应航空披露的成本构成结构，美国航空业航油与人工成本合计占据 60% 以上。2019 年西南航空成本构成中，43% 占比为人工成本，22% 为航油成本，折旧占比 6%，起降费占比 7%，维修费占比 6%。

图 15：西南航空 2019 年成本占比构成



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 16：美国四大航空单位座英里成本对比（美分）



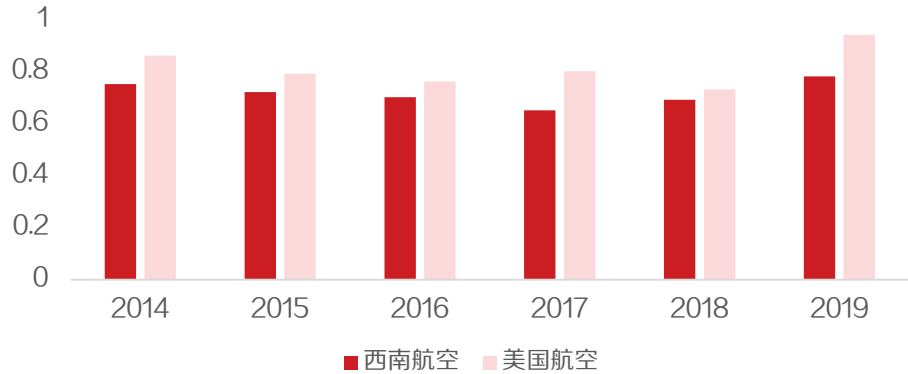
数据来源：公司财报，东方证券研究所

**总结西南航空降低成本措施：**

- 1) 单一机型配置，西南航空全部采用波音 737 系列飞机，且设置单一舱位，单机座位数更高，摊薄折旧成本，统一机型方便进行维修管理。

西南航空全系列采用波音 737 系列客机，而同行航司均配备了波音与空客多系列客机，采用单一机型的模式能够优化维修费用，西南航空单位座英里维修费用低于同期的美国航空，显示出单一机型模式具备成本领先优势。

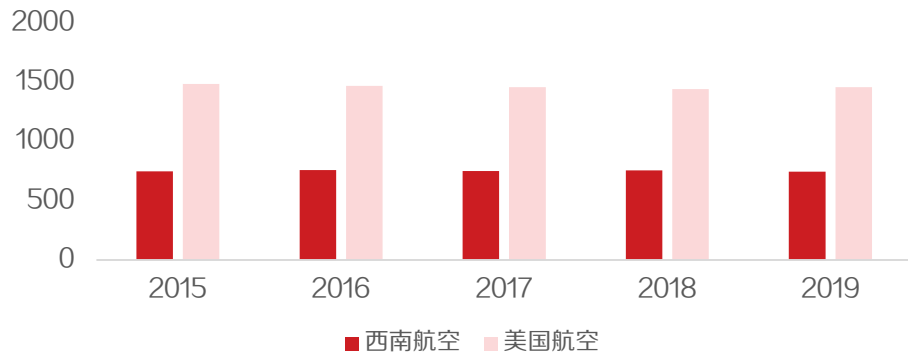


**图 17: 西南航空与美国航空单位座英里维修成本对比**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

**2) 更高机队日利用率，采用点对点直飞模式，加速飞机的使用率，避免枢纽机场的等待时间。**

相较于同行采用枢纽机场轴辐式飞行网络，西南航空更多采用直飞模式，实现点对点飞行。这种模式下，尽管会失去运营枢纽机场带来票价端的优势，但是作为低成本运营航司，点对点直飞能够减少机队等待时间，以 2019 年数据为例，西南航空 75% 以上的航班均为直飞航班，开通的直达城市达到 700 多个，平均飞行航距约为美国航空的 45%。

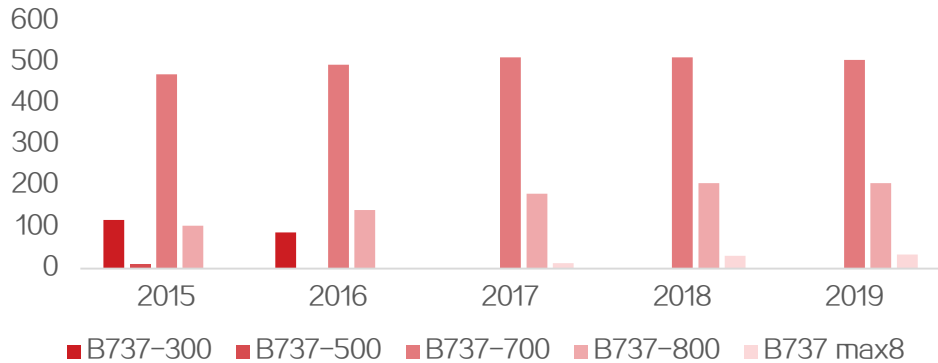
**图 18: 西南航空与美国航空平均飞行距离对比（英里）**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

对比飞机日利用小时数，西南航空领先同行。2018 年西南航空飞机日利用小时数达 10 小时以上，同期美国航空飞机日利用小时数仅为 8 小时。更高的飞机利用小时，帮助西南航空提升经营效率，公司依靠点对点直飞、布局二线机场、简化客舱服务等手段，效率领先。

**3) 不断更新机队，提升燃油效率，引入新型波音 737 max 8 系列，降低单位座公里油耗水平。**

公司通过更新机队优化燃油效率，实现降低单位油耗。2017 年起，公司陆续引入波音 737max8 系列机型，该机型燃油经济性提升了 5% 以上。参考波音官网数据，波音 737 max8 机型单位油耗为 3KG/KM，而对应 B737-700 油耗为 3.2KG/KM，B737-800 油耗为 3.6KG/KM。

**图 19：西南航空近五年机队信息**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

## 二、对标：从西南航空看春秋航空发展潜力

### 2.1 对比财务：春秋 ROE 水平具备提升空间

**财务数据对比：**以 2019 年年报对比，春秋航空营业收入与净利润规模约为西南航空的十分之一，ROE 对比上，春秋航空 19 年为 12.22%，仅为西南航空的 50% 左右。净利率水平春秋领先，但在资产周转率与权益乘数均落后西南航空。

**表 1：春秋航空与西南航空财务数据对比**

	营业收入 (百万美元)	净利润 (百万美元)	ROE	净利率	资产周转率	权益乘数
春秋航空	2122	263	12%	12%	50%	1.95
西南航空	22428	2300	23%	10%	87%	2.63
春秋/西南	9.46%	11.43%	52.17%	120.00%	57.47%	74.14%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

**经营数据对比：**春秋 2019 年机队全部以 A320 系列，总规模 93 架，低于西南航空 747 架波音 737 系列，体量接近 1989 年西南航空当时的机队总量。春秋可用座公里为西南航空的六分之一，年旅客运输量不到西南航空的 15%。

**表 2：春秋航空与西南航空经营数据对比**

	飞机数量 (架)	可用座公里 (亿人公里)	旅客运量 (百万人)
春秋航空	93 架 (A320 系列)	44	22
西南航空	747 架 (B737 系列)	253	163
春秋/西南	12.45%	2.95%	2.95%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

## 2.2 对比效率：春秋单机盈利具备改善空间

**单位座公里对比：**2019年西南航空在单位座公里净利润、单机净利润、单位乘客净利润均领先春秋航空，但春秋在客座率与飞机日利用率水平领先西南航空。单机盈利看，春秋单位飞机贡献净利润约为西南航空的94%，单位乘客贡献净利润为西南航空的73%。

**表 3：春秋与西南航空单位座公里数据对比**

单位收益对比	春秋航空	西南航空	春秋/西南航空
客公里收入（美分）	5.7	10.6	54%
客座率	91%	84%	108%
座公里收入（美分）	5.2	8.9	58%
座公里成本（美分）	4.6	7.8	59%
——航油	1.5	1.7	88%
——工资	0.9	3.3	27%
——折旧租赁	0.7	0.7	100%
——起降费	0.9	0.5	180%
——维修费	0.2	0.5	40%
——其他	0.4	1.2	33%
座公里净利润（美分）	0.7	0.9	78%
单位飞机净利润（百万美元）	2.9	3.1	94%
单位乘客净利润（百万美元）	12.6	17.2	73%
单位飞机利用小时	11.2	11	102%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

综合考虑到 2020 年春秋日本亏损与计提减值影响，我们预测公司 20-22 年 EPS 至-0.61/1.5/3.04 元。

**收入端：**预计 2020-2022 年，公司营业收入为 95.88/140.41/175.3 亿元，同比变动-35.2%/46.4%/24.9%。其中航空客运业务收入为 91.11/135.34/169.94 亿元，同比变动为-36.5%/48.5%/25.6%。

**成本端：**预计 2020-2022 年，公司营业成本为 107.04/130.25/147.4 亿元，同比变动-18.4%/21.7%/13.2%。其中航空客运成本为 104.65/127.57/144.47 亿元，同比变动-18.8%/21.9%/13.3%。

**表 4：春秋航空分业务拆分**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>航空客运</b>					
销售收入（百万元）	12,726.0	14,359.0	9,111.2	13,534.4	16,994.4
增长率		12.8%	-36.5%	48.5%	25.6%
毛利率	8.5%	10.3%	-14.9%	5.7%	15.0%
<b>航空货运</b>					
销售收入（百万元）	115.0	123.0	124.2	135.4	146.4
增长率		7.0%	0.9%	9.1%	8.1%
毛利率	8.7%	9.8%	10.6%	9.6%	12.3%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	272.0	321.0	353.1	370.8	389.3
增长率		18.0%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	64.3%	62.3%	62.3%	62.3%	62.3%
<b>合计</b>	<b>13,113.0</b>	<b>14,803.0</b>	<b>9,588.5</b>	<b>14,040.6</b>	<b>17,530.1</b>
增长率		12.9%	-35.2%	46.4%	24.9%
综合毛利率	9.7%	11.4%	-11.7%	7.3%	16.0%

数据来源：wind，东方证券研究所

## 投资建议

我们预测公司 20-22 年 EPS 至-0.61/1.5/3.04 元，参考可比公司估值水平 16.86 倍 PE 且考虑到春秋经营稳健性，给予 30% 估值溢价对应 2022 年 22 倍 PE 估值，对应目标价为 66.88 元，维持增持评级。

表 5：可比公司估值表（截止 2021/3/4）

公司	代码	股价(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
中国国航	601111.SH	8.37	0.44	-0.74	0.31	0.50	19.02	-11.31	27.00	16.74
东方航空	600115.SH	4.92	0.20	-0.64	0.16	0.30	24.60	-7.69	30.75	16.40
南方航空	600029.SH	6.27	0.22	-0.63	0.22	0.40	28.50	-9.95	28.50	15.68
华夏航空	002928.SZ	17.45	0.84	0.45	0.75	1.00	20.77	38.78	23.27	17.45
吉祥航空	603885.SH	13.76	0.51	-0.34	0.41	0.70	26.98	-40.47	33.56	19.66
调整后平均估值水平：							24.12	-9.65	28.75	16.86

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- 1) 航空业激烈价格竞争，假设公司座公里收益下滑 1%，预计减少收入 1.4 亿元，预计将导致 2021 年归母净利润下滑 6.6%。
- 2) 燃油价格大幅上涨。假设公司燃油价格上涨 1%，预计增加成本为 0.4 亿元，预计将导致 2021 年归母净利润下滑 1.8%。
- 3) 疫情程度控制不及预期。航空业受制于疫情影响群众出行需求，若全球新冠疫情无法有效得到控制，将影响春秋航空国际航线复苏进程。
- 4) 2021 年执行新租赁准则导致财务信息不可比。航空经营租赁占比高，随着新的租赁准则今年启用，将会导致春秋航空部分财务信息不可比。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,893	7,719	7,326	4,496	4,512	营业收入	13,114	14,804	9,588	14,041	17,530
应收票据、账款及款项融资	123	121	77	112	140	营业成本	11,844	13,115	10,709	13,019	14,722
预付账款	425	1,127	671	983	1,227	营业税金及附加	15	17	11	17	21
存货	124	169	107	130	147	营业费用	260	261	163	279	310
其他	3,577	585	396	529	634	管理费用及研发费用	307	307	221	365	412
<b>流动资产合计</b>	<b>9,141</b>	<b>9,720</b>	<b>8,577</b>	<b>6,251</b>	<b>6,660</b>	财务费用	84	110	105	182	224
长期股权投资	32	24	24	24	24	资产、信用减值损失	0	36	200	9	7
固定资产	10,454	11,546	13,731	18,053	20,681	公允价值变动收益	26	(16)	0	0	0
在建工程	4,481	5,540	5,550	5,561	5,571	投资净收益	(21)	12	(500)	(100)	3
无形资产	67	66	62	58	54	其他	1,310	1,357	1,583	1,716	1,789
其他	2,400	2,471	1,446	1,332	1,332	<b>营业利润</b>	<b>1,918</b>	<b>2,311</b>	<b>(738)</b>	<b>1,785</b>	<b>3,625</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,434</b>	<b>19,647</b>	<b>20,813</b>	<b>25,028</b>	<b>27,662</b>	营业外收入	87	97	11	12	12
<b>资产总计</b>	<b>26,575</b>	<b>29,367</b>	<b>29,390</b>	<b>31,278</b>	<b>34,322</b>	营业外支出	3	3	0	0	0
短期借款	2,695	3,457	5,223	5,223	5,223	<b>利润总额</b>	<b>2,002</b>	<b>2,404</b>	<b>(727)</b>	<b>1,797</b>	<b>3,637</b>
应付票据及应付账款	600	731	535	651	736	所得税	499	566	(171)	422	855
其他	3,641	4,461	3,967	4,368	4,682	<b>净利润</b>	<b>1,503</b>	<b>1,838</b>	<b>(556)</b>	<b>1,375</b>	<b>2,782</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,936</b>	<b>8,650</b>	<b>9,726</b>	<b>10,242</b>	<b>10,641</b>	少数股东损益	0	(3)	0	0	0
长期借款	2,984	4,258	4,258	4,258	4,258	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,503</b>	<b>1,841</b>	<b>(556)</b>	<b>1,375</b>	<b>2,782</b>
应付债券	2,298	192	0	0	0	每股收益(元)	1.64	2.01	-0.61	1.50	3.04
其他	1,032	1,226	1,243	1,210	1,210						
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,314</b>	<b>5,676</b>	<b>5,501</b>	<b>5,468</b>	<b>5,468</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>13,251</b>	<b>14,325</b>	<b>15,227</b>	<b>15,710</b>	<b>16,109</b>		<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	0	3	3	3	3	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	917	917	917	917	917	营业收入	19.5%	12.9%	-35.2%	46.4%	24.9%
资本公积	4,887	4,886	4,893	4,893	4,893	营业利润	20.1%	20.5%	-131.9%	341.9%	103.1%
留存收益	7,453	9,111	8,371	9,746	12,391	归属于母公司净利润	19.1%	22.5%	-130.2%	347.2%	102.4%
其他	68	125	(20)	10	10	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>13,325</b>	<b>15,041</b>	<b>14,163</b>	<b>15,568</b>	<b>18,213</b>	毛利率	9.7%	11.4%	-11.7%	7.3%	16.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,575</b>	<b>29,367</b>	<b>29,390</b>	<b>31,278</b>	<b>34,322</b>	净利率	11.5%	12.4%	-5.8%	9.8%	15.9%
						ROE	13.8%	13.0%	-3.8%	9.3%	16.5%
						ROIC	7.5%	7.8%	-1.9%	5.7%	10.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	49.9%	48.8%	51.8%	50.2%	46.9%
						净负债率	33.1%	14.3%	29.0%	44.6%	38.0%
						流动比率	1.32	1.12	0.88	0.61	0.63
						速动比率	1.30	1.10	0.87	0.60	0.61
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	125.9	121.4	97.0	148.5	138.7
						存货周转率	109.3	89.7	77.7	109.7	106.1
						总资产周转率	0.6	0.5	0.3	0.5	0.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.64	2.01	-0.61	1.50	3.04
						每股经营现金流	3.16	3.75	1.93	3.14	4.78
						每股净资产	14.54	16.41	15.45	16.98	19.87
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	39.5	32.2	-106.7	43.2	21.3
						市净率	4.5	3.9	4.2	3.8	3.3
						EV/EBITDA	22.4	19.6	335.9	20.6	12.0
						EV/EBIT	31.3	25.9	-99.0	31.9	16.3

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)