

传统业务绽放, 新经济业务蓄势起飞

投资要点

- 推荐逻辑:** ①传统航空速运业务高景气, 航空货运价格预计维持高位到2023年, 地面服务维持30%以上的高毛利; 新经济业务预计20~23年收入CAGR为23%; ②航空是高附加值产品重要跨境运输渠道, 关乎国家供应链安全, 对比成熟国家, 国内航空货运仍有较大成长空间; ③混改上市推动公司市场化转型, 员工持股释放业绩动力, 未来看公司治理结构与资源整合能力逐步提升。
- 东航物流是第一家混改航司, 拥有10架全货机和725架客机腹舱运力, 通达全球170个国家。**东航控股45%, 公司16-20年营收/归母净利润CAGR分别为26.8%/63.7%。公司坐拥上海黄金码头, 海外航点以北美、欧洲等质高收益航线为主。**高ROE来源: 高净利+高周转+稳健杠杆; 高净利来源: 高毛利+低费率。**2020年疫情带来的供需错配推高航空货运运价, 公司当年ROE达到55%, 公司当年18%的净利率和1.95的资产周转率均优于A股可比公司。
- 速运与地面服务贡献80%的毛利稳固利润底盘, 综合物流服务高速增长。**航空速运与地面服务贡献67%的营收以及80%的毛利, 是公司业绩的底盘。综合物流解决方案具备高成长性, 18-20年营收CAGR达57%。2020年公司综合物流服务中同业供应链项目/跨境电商解决方案营收增速分别为150%/109%。
- 客机腹舱运力占比超过70%, 全货机数量不足, 供给匮乏短限制行业空间, 航空货运未来在产业链与供应链的打通, 看好行业培育出集成航空货运服务全球龙头企业。**我国目前航空货运业务严重依赖客机腹舱运力, 外线占航空货运运输量60%, 疫情影响下客运航班停航, 运力持续短缺放大供需缺口, 运价1-2年内维持高位。培育有全球竞争力的集成航空货运服务商符合国家战略, 在行业高景气度下公司主动延伸货运服务链条符合商业逻辑, 看好资源禀赋优异、混改制度红利释放的东航物流在大供应链时代占得一席之地。
- 盈利预测与投资建议:** 在全球疫情逐步缓解后航空运价亦将合理回落, 预计公司2021~2023年归母净利润分别为30.9亿、26.8亿和21.9亿。采用分部估值法, 我们认为公司2023年合理市值为555亿元, 对应当前市值两年复合收益率约为26%。公司一年期目标市值420亿元, 对应目标价26.4元, 首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 油价波动风险、宏观经济风险、安全运营风险。

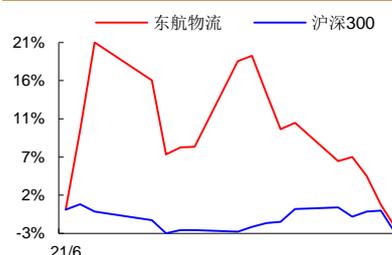
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,110.7	18,350.6	20,235.8	22,283.9
增长率	33.8%	21.4%	10.3%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	2,368.7	3,089.7	2,677.1	2,190.7
增长率	200.7%	30.4%	-13.4%	-18.2%
每股收益EPS(元)	1.49	1.95	1.69	1.38
净资产收益率ROE	47.8%	37.9%	26.2%	18.4%
PE	14.9	11.4	13.2	16.1
PB	6.7	4.4	3.5	3.0

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
执业证号: S1250518110001
电话: 13916801840
邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.88
流通A股(亿股)	1.59
52周内股价区间(元)	22.2-27.48
总市值(亿元)	352.44
总资产(亿元)	118.45
每股净资产(元)	3.93

相关研究

目 录

1 东航物流：货运航司“混改”第一样本	1
1.1 混改先锋，志在综合航空物流服务提供商.....	1
1.2 全球布局的货运网络.....	3
1.3 优于行业的盈利能力.....	4
1.4 募资建设综合物流体系.....	5
2 传统业务稳固利润底盘，新经济业务具备高成长性	6
2.1 航空速运业务：全货机运输贡献速运业务 90%毛利.....	7
2.2 地面综合服务：占据上海货运枢纽，货站业务收入稳定.....	11
2.3 综合物流解决方案：同业项目基础扎实，跨境电商高增速.....	12
3 行业供需以及价值链	15
3.1 全货机运力占比 30%，供给长期相对缺乏.....	16
3.2 下游需求持续增长，跨境电商与产地直达是航空货运爆发方向.....	18
3.3 航空货运未来成长空间看综合物流价值链的打通与延伸.....	19
3.4 航空货运是我国供应链体系的重要构成.....	20
4 盈利预测与估值	21
4.1 盈利预测.....	21
4.2 分部估值.....	22
5 风险提示	25

图 目 录

图 1: 东航物流股权结构图.....	1
图 2: 东航物流营业收入(亿元).....	2
图 3: 东航物流毛利 (亿元).....	2
图 4: 东航物流归母净利润(亿元).....	2
图 5: 东航物流经营现金流净额(亿元).....	2
图 6: 东航物流 EPS 与 ROE (%)	2
图 7: 东航物流资产负债率(%).....	2
图 8: 东航物流运输量 (万吨)	3
图 9: 东航物流地面操作总量 (万吨)	3
图 10: 东航物流核心国际航点分布图	3
图 11: 2020 年机场货邮吞吐量排名	4
图 12: ROE 比较 (%)	4
图 13: 净利率比较 (%)	4
图 14: 总资产周转率比较 (%)	5
图 15: 权益乘数比较 (%)	5
图 16: 毛利率比较 (%)	5
图 17: 费用率比较 (%)	5
图 18: 营收拆分 (万元)	6
图 19: 毛利拆分 (万元)	6
图 20: 东航物流主要业务	6
图 21: 航空速运业务营收拆分 (万元)	7
图 22: 航空速运业务毛利拆分 (万元)	7
图 23: 航空速运周转量 (亿吨公里)	8
图 24: 航空速运运输量 (万吨)	8
图 25: 全货机运输数据.....	8
图 26: 全货机运输单位运价	8
图 27: 航空速运业务成本拆分	8
图 28: 承包模式下客机腹舱业务经营模式	9
图 29: 独家经营模式下客机腹舱业务经营模式	10
图 30: 航空货邮运输量市场份额	10
图 31: 航空货邮周转量市场份额	10
图 32: 地面综合服务营收拆分 (万元)	11
图 33: 地面综合服务成本拆分 (万元)	11
图 34: 货站操作业务量以及单价	12
图 35: 上海两场货站吞吐量 (万吨) 以及市占率	12
图 36: 跨境电商解决方案业务流程	13
图 37: 综合物流解决方案营收拆分 (万元)	13
图 38: 综合物流解决方案毛利 (万元) 以及毛利率 (%)	13
图 39: 综合物流解决方案单位收入	14

图 40: 综合物流解决方案成本拆分 (万元)	14
图 41: 航空货运产业链	15
图 42: 全球航空货运供需缺口	15
图 43: 航空货运周转量	16
图 44: 公路铁路民航货运周转量同比增速(%)	16
图 45: 航空货运量	16
图 46: 航空货运收入	16
图 47: 民航单位货运收入	17
图 48: 民航货运运输量与收入不匹配	17
图 49: 国内航司货机数量前十	17
图 50: 美国货机数量前十航司	17
图 51: 民航货运运力分布 (2019 年)	18
图 52: 民航货运收入构成 (2019 年)	18
图 53: 民航货邮周转量月度数据 (万吨公里)	18
图 54: 民航货邮周转量同比 (%)	18
图 55: 跨境电商市场规模	19
图 56: 生鲜电商市场规模	19
图 57: 全球航空货运供需缺口	20
图 58: 中国东航历史 PE(TTM)	22
图 59: 中国外运历史 PE(TTM)	22
图 60: 航空货邮运输量市场份额	23
图 61: 航空货邮周转量市场份额	23
图 62: 中储股份历史 PE(TTM)	23
图 63: 上港集团历史 PE(TTM)	23
图 64: 顺丰历史 PE(TTM)	24

表 目 录

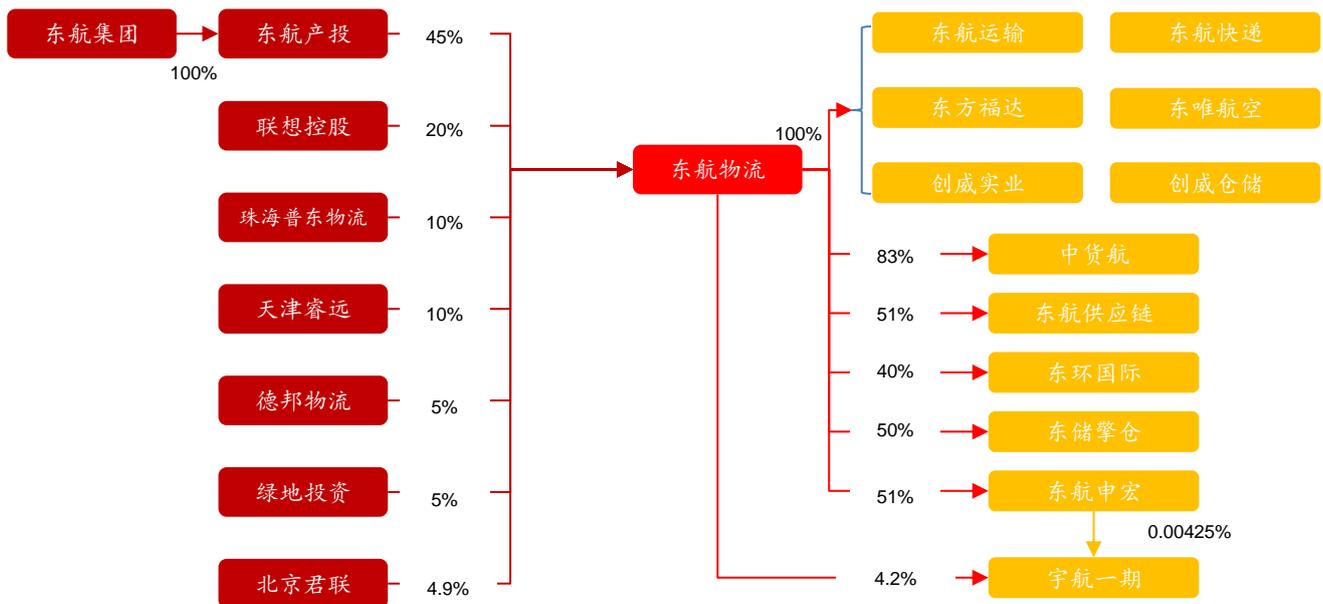
表 1: 东航物流募集资金运用计划 (万元)	5
表 2: 航空物流相关政策	20
表 3: 东航物流盈利预测	21
表 4: 航空速运业务比较公司	22
表 5: 地面综合服务比较公司	23
表 6: 分部估值汇总	24
附表: 财务预测与估值	26

1 东航物流：货运航司“混改”第一样本

1.1 混改先锋，志在综合航空物流服务提供商

从“十盈九亏”到成功上市，东航物流是央企航司市场化改革的积极实践者与推动者。东航物流前身为 1998 年成立的中货航。公司成立至今历经了以下几个发展阶段：1) 98-04 年，航空货运市场尚不成熟，相比较于持续增长的下游需求，供给缺口较大，公司经历了 7 年的盈利扩张周期；2) 04-13 年，民航货运行业经历了“十年九亏”的阵痛期，源于航空货运供给的放开，除三大航各自成立货运公司或事业部外，四大快递巨头 DHL, UPS, TNT, 联邦快递相继进入中国市场，此外客机腹舱运力随着客运机队的快速扩张也得到充分释放，这一阶段航空货运企业普遍亏损；3) 13-至今，“瘦身提质”，公司业绩稳步提升，杠杆率持续下降，13 年开启的新一轮国企改革是公司加速转型的动因，16 年国家推动国企混改，拟在在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域选择 7 家企业或项目，开展第一批混合所有制改革试点，东航物流是第一个民航试点公司。随后公司引入社会资本，联想控股、普洛斯、睿远、德邦、绿地以及君联资本合计控股 55%。

图 1：东航物流股权结构图

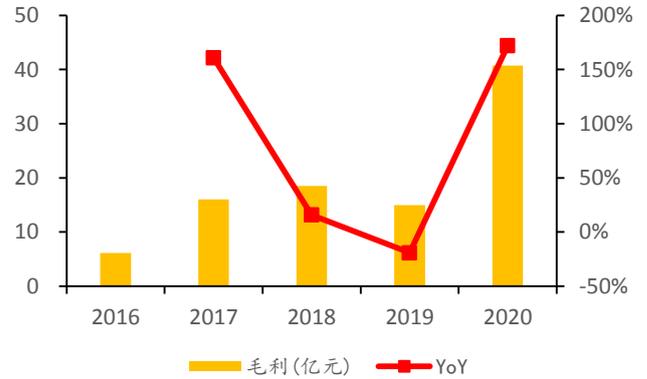


数据来源：公司公告，西南证券整理

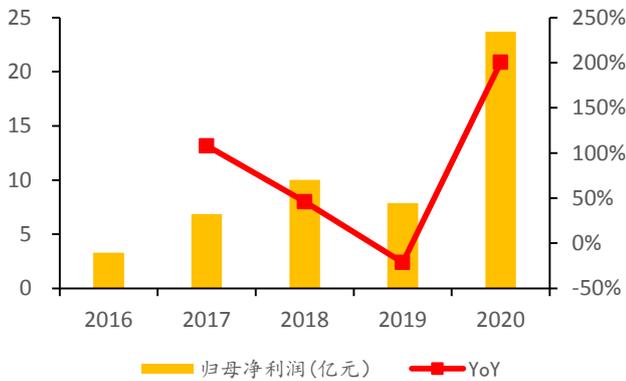
改革激发活力，公司盈利水平逐年提升。2020 年，公司实现营业收入 151 亿元，归母净利润 23.69 亿元，16-20 营收/归母净利润 CAGR 为 26.8%/63.7%，18/19/20 年毛利率分别为 17/13/27%，同期净利率分别为 9/7/16%。经营现金流净额增速与营收以及利润匹配，18/19/20 年经营现金流净额分别为 8/17/32 亿元。此外 18/19/20 年对应 ROE 分别为 38/25/55%。公司杠杆率持续改善，资产负债率从 16 年的 86% 下降到 20 年末的 37%。

图 2: 东航物流营业收入(亿元)

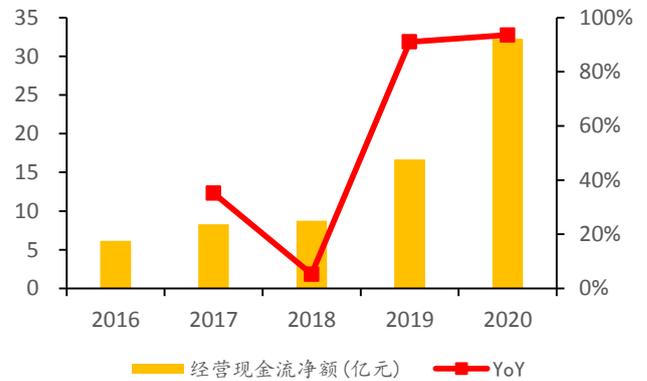

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 3: 东航物流毛利 (亿元)


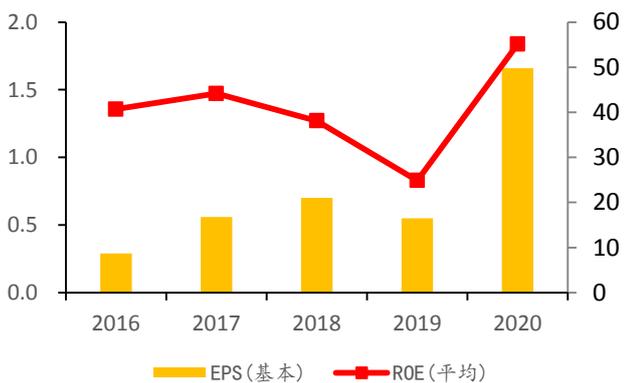
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 东航物流归母净利润(亿元)


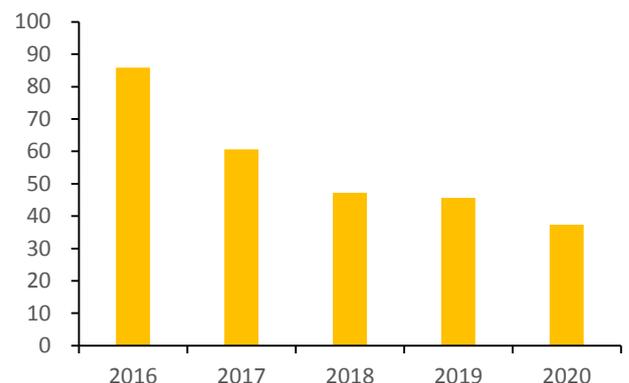
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 5: 东航物流经营现金流净额(亿元)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 6: 东航物流 EPS 与 ROE (%)


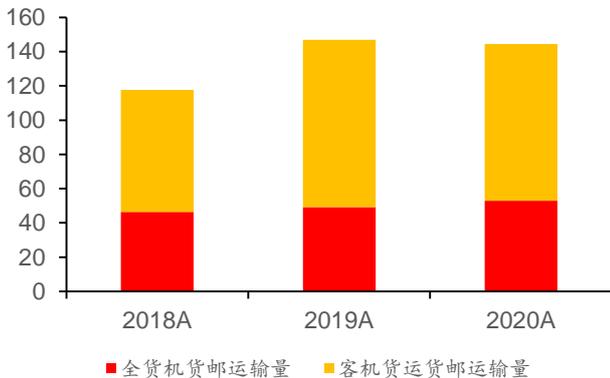
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 东航物流资产负债率(%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

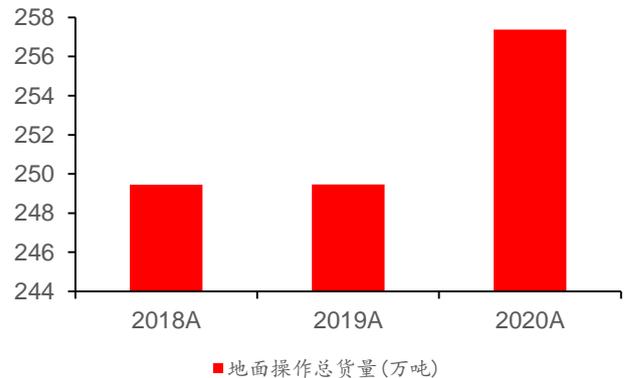
2020 年公司全货机/客机腹舱运输量分别为 52/92 万吨, 对应运输周转量分别为 28/26 亿吨公里, 因全货机以执飞国际线航班为主, 航距较长, 周转量高于客机腹舱。2020 年公司地面操作量 257 万吨, 略高于往年平均水平。

图 8: 东航物流运输量 (万吨)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 东航物流地面操作总量 (万吨)

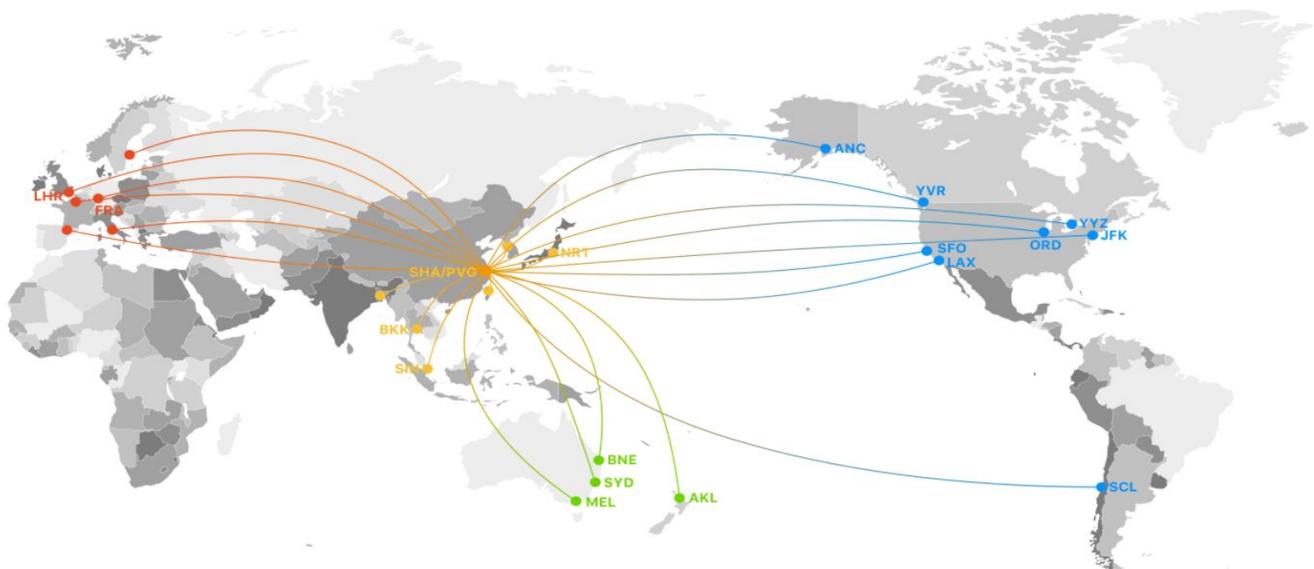


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.2 全球布局的货运网络

从上海出发, 10 架全货机与 725 架客机连接全球 170 个国家和 1036 个目的地。航空速运业务主要通过全货机运输和客机腹舱运输两种形式为客户提供航空货运物流服务。其中, 全货机运输主要由中货航的货机执行, 客机腹舱运输主要依托于东方航空的全球航线。截止到 2020 年底, 中货航拥有 10 架货机和 725 架客机腹舱货运资源, 依托天合联盟、代码共享与 SPA 协议, 航线网络通达全球 170 个国家的 1036 个目的地。公司海外航点以北美、欧洲和澳新高品质航线为主, 2020 年, 中货航全货机的每货邮吨公里收益为 2.05 元/吨公里, 飞机日利用率为 12.94 小时, 公司货物单位运输价值高、飞机运营效率高。

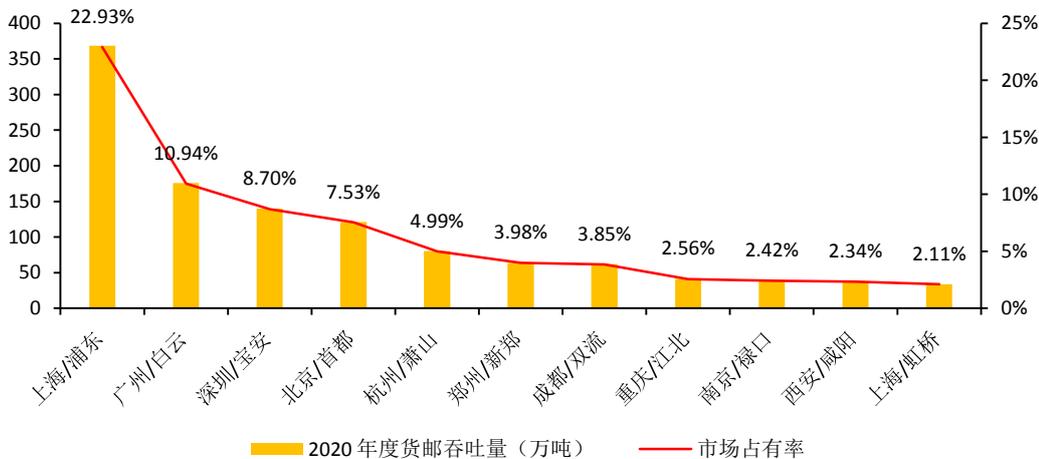
图 10: 东航物流核心国际航点分布图



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

上海货运枢纽地位保障地面综合服务行业竞争力。2020 年度全国民航运输机场完成货邮吞吐量 1,607.49 万吨，其中上海浦东国际机场和上海虹桥国际机场合计完成货邮吞吐量 402.52 万吨，合计占比约 25.0%，上海为全国最大的货运枢纽。2020 年度公司在上海浦东国际机场和上海虹桥国际机场分别完成货站操作量 194.84 万吨和 23.24 万吨，合计 218.08 万吨，占上海浦东国际机场和上海虹桥国际机场货邮吞吐量合计的 54.18%，占据上海两大机场货站操作业务领先地位。截至 2020 年末，东航物流在全国范围内拥有 17 个自营货站，覆盖上海地区的 7 个自营货站，以及北京、昆明、西安、武汉、南京、济南、青岛、兰州、合肥、太原等 10 个外地自营货站。丰富的货站分布和上海货运枢纽地位，能够保障公司地面综合服务的行业领先地位。

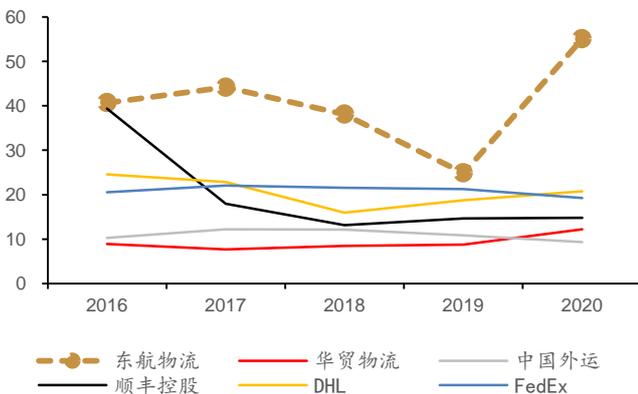
图 11：2020 年机场货邮吞吐量排名



数据来源：Choice，西南证券整理

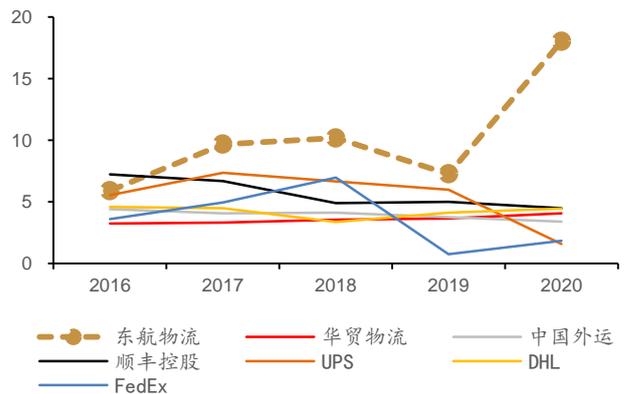
1.3 优于行业的盈利能力

图 12：ROE 比较 (%)

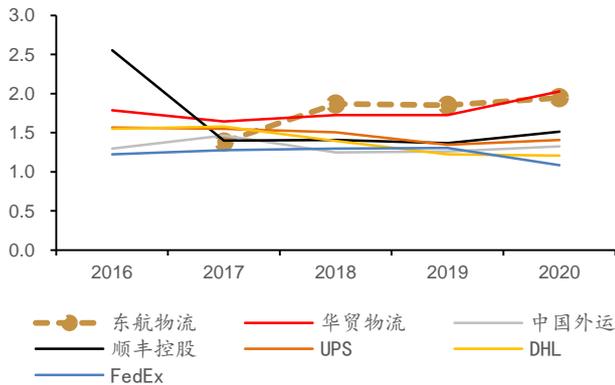


数据来源：Ycharts, Choice，西南证券整理

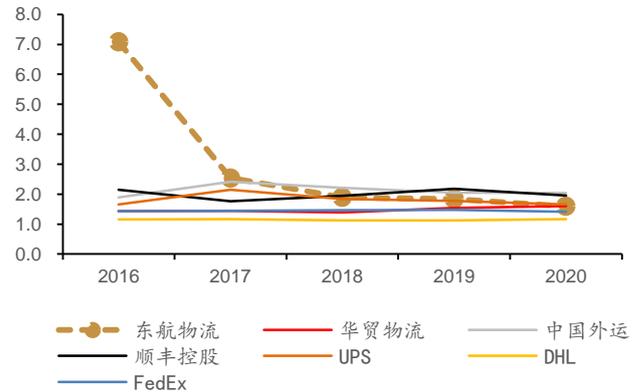
图 13：净利率比较 (%)



数据来源：Ycharts, Choice，西南证券整理

图 14: 总资产周转率比较 (%)


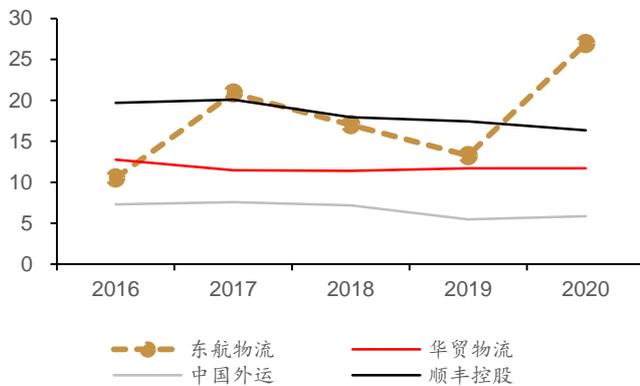
数据来源: Ycharts, Choice, 西南证券整理

图 15: 权益乘数比较 (%)


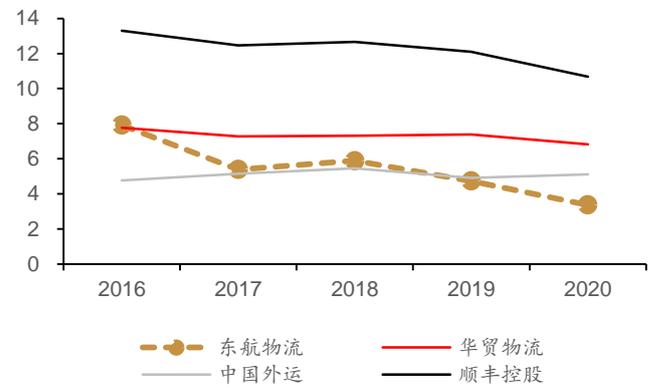
数据来源: Ycharts, Choice, 西南证券整理

高 ROE 来源: 高净利+高周转+低杠杆。2020 年公司 ROE55.08%, 我们选取华贸物流、中国外运、顺丰控股以及 UPS、DHL、FedEx 作为比较对象 (UPS 的 ROE 未列示)。从净利率出发, 公司 2020 年净利率 18%, 其他公司平均在 1.5% 到 4.5% 之间。公司资产周转率 1.95, 仅低于华贸物流, 其他公司在 1 到 1.5 之间。公司权益乘数 1.59, 其余公司介于 1 到 2 之间, 公司处于平均水平之下。

高净利来源: 高毛利+低费用率。2020 年公司毛利 26.94% 高于顺丰的 16.35%, 同时公司费用率为 3.4% 低于中国外运的 5.11%。

图 16: 毛利率比较 (%)


数据来源: Ycharts, Choice, 西南证券整理

图 17: 费用率比较 (%)


数据来源: Ycharts, Choice, 西南证券整理

1.4 募资建设综合物流体系

表 1: 东航物流募集资金运用计划 (万元)

序号	项目	预计总投资额	预计募资使用额	建设期	投资计划		
					第一年	第二年	第三年
1	浦东综合航空物流中心建设	107,192.58	107,192.58	24 个月	102,356.90	4,835.67	-
2	全网网站升级改造	48,526.73	48,526.73	36 个月	33,100.94	10,160.83	5,264.96
3	备用发动机购置	44,742.26	44,742.26	24 个月	43,547.91	1,194.35	-

序号	项目	预计总投资额	预计募资使用额	建设期	投资计划		
					第一年	第二年	第三年
4	信息化升级及研发平台建设	40,124.20	40,124.20	36个月	14,778.40	13,975.80	11,370.00
总计		240,585.77	240,585.77		193,784.15	30,166.65	16,634.96

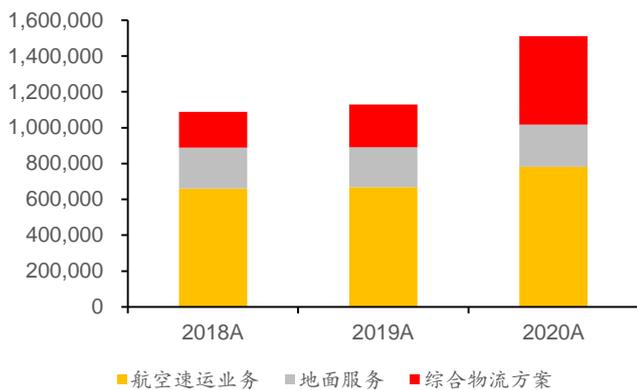
数据来源：招股说明书，西南证券整理

- 1) 航空物流中心建设：强化地面综合服务保障能力，同时可以进一步拓展公司仓储业务，提升市场份额。
- 2) 全网站升级改造：提升公司冷链市场份额，提高公司智能化、自动化水平。
- 3) 发动机购置：提高综合保障能力，保障机队稳健运营。
- 4) 信息化升级及研发平台建设：减低企业沟通成本，提高物流服务效率。

2 传统业务稳固利润底盘，新经济业务具备高成长性

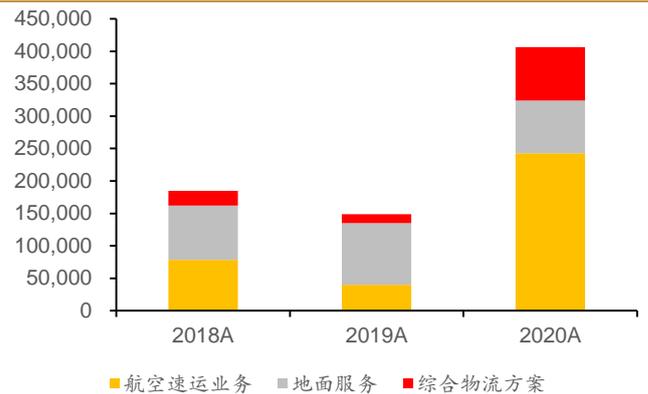
传统业务包含航空速运业务与地面综合服务，新经济业务板块指综合物流解决方案。

图 18：营收拆分（万元）



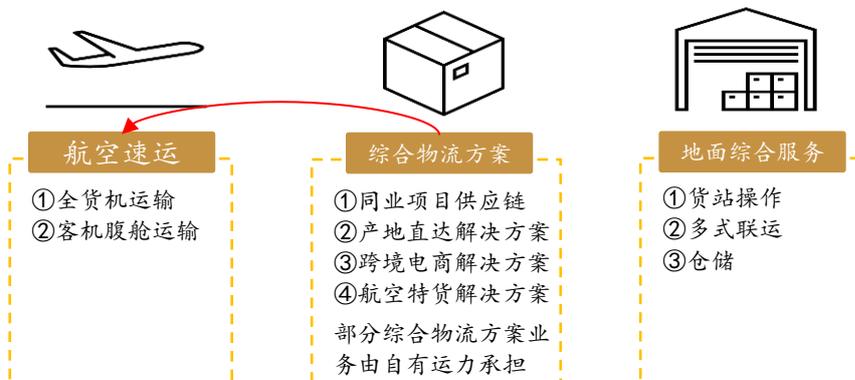
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：毛利拆分（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：东航物流主要业务



数据来源：公司官网，西南证券整理

航空速运与地面服务贡献 67% 的营收以及 80% 的毛利，是公司业绩的底盘。公司主营业务由航空速运、地面综合服务以及综合物流解决方案构成，2020 年三大业务营收与毛利分别为 78/23/49 亿元、24/8/8 亿元。

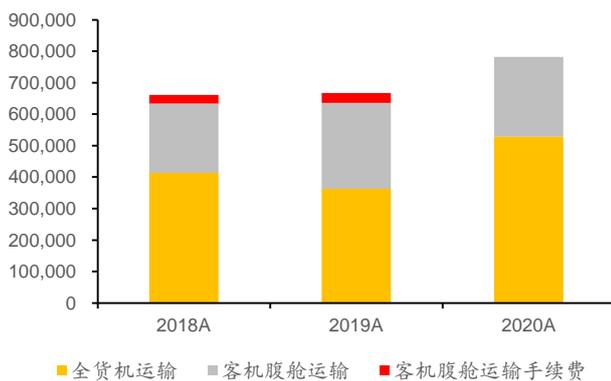
综合物流解决方案具备高成长性，18-20 年营收 CAGR 达 57%。综合物流解决方案是公司延伸航空货运价值链的重要业务构成，20 年综合物流解决方案实现 49 亿元营收对应毛利 8.2 亿元，毛利率 16.6%。

2.1 航空速运业务：全货机运输贡献速运业务 90% 毛利

航空速运业务主要通过全货机运输和客机货运业务两种形式为客户提供航空货运物流服务。其中，全货机运输主要由中货航的货机执行，客机货运业务主要依赖于东方航空的全球航线。航空速运业务市场需求来源于国民经济稳定增长、高端制造业、跨境电商及冷链物流等下游行业快速发展所带来的终端消费者对货邮的物流需求增长。相比其他货运方式，航空运输的运输速度快、空间跨度大、运输安全准确、不受地面限制，已逐渐成为高附加值货物运输的重要方式。公司速运业务产品主要如下：

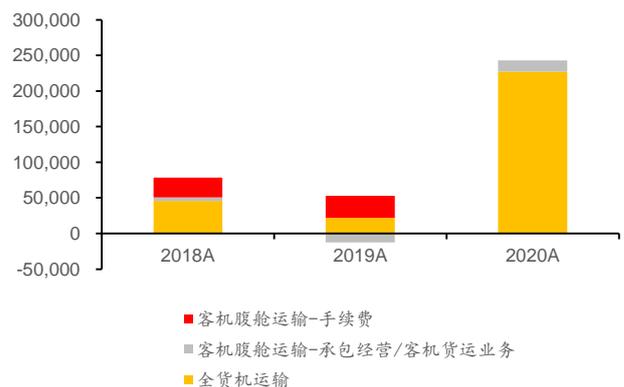
- 1) 快运业务：快运业务的相关产品包括“当日达”、“次日达”等，该等产品更贴近客户对航空货运快速便捷的需求，通过内部资源匹配提供最优航路和舱位保障。此外，也包括延时类的时限产品，如“三、五、七”天产品，可灵活安排货物出运时间。
- 2) 特种货运业务：特种货运系针对有特殊操作要求的货物，根据其特殊属性，依据国际航空运输协会各类规定，提供的专业化运输服务。如在冷链运输方面，通过设计快速中转、全程冷链的产品，以满足市场对药品、生物制品及医疗设备等产品不断增长的冷链运输需求。
- 3) 普货业务：普货业务系针对无特殊属性及操作要求货物提供的运输服务。具体包括无需特别处理的各类普通货物及按货物运输的旅客行李等。

图 21：航空速运业务营收拆分（万元）



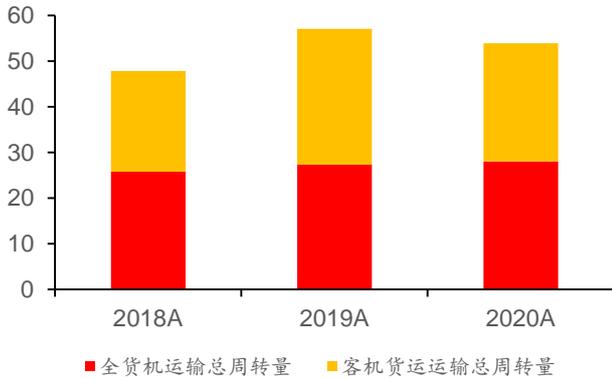
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 22：航空速运业务毛利拆分（万元）



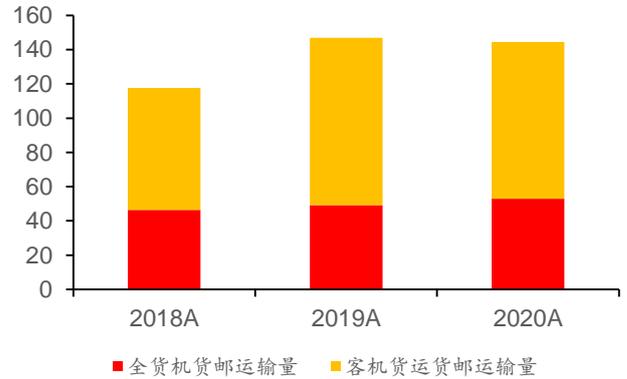
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 23: 航空速运周转量 (亿吨公里)



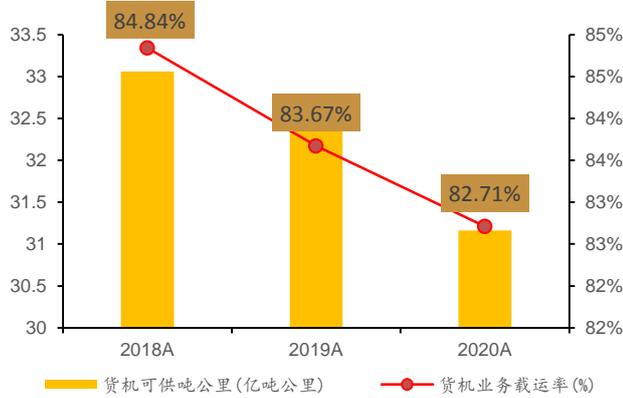
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 24: 航空速运运输量 (万吨)



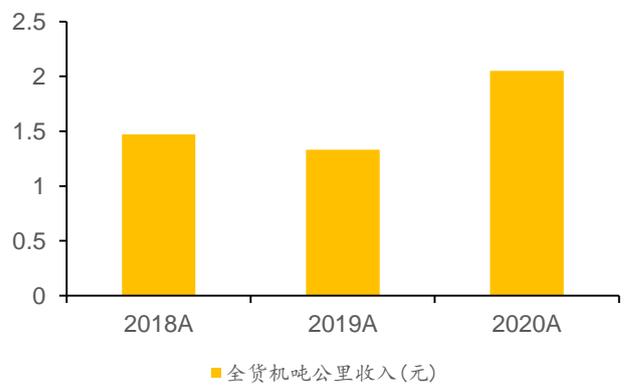
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 25: 全货机运输数据



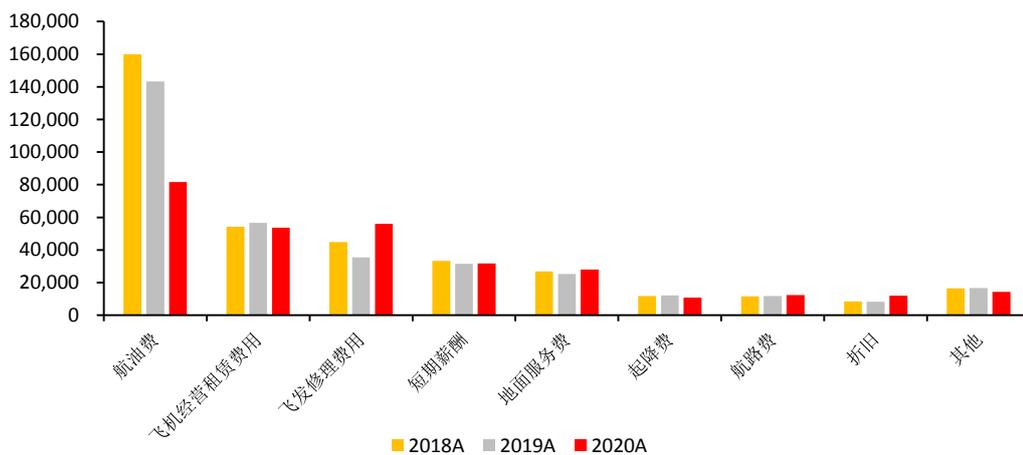
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 26: 全货机运输单位运价



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 27: 航空速运业务成本拆分

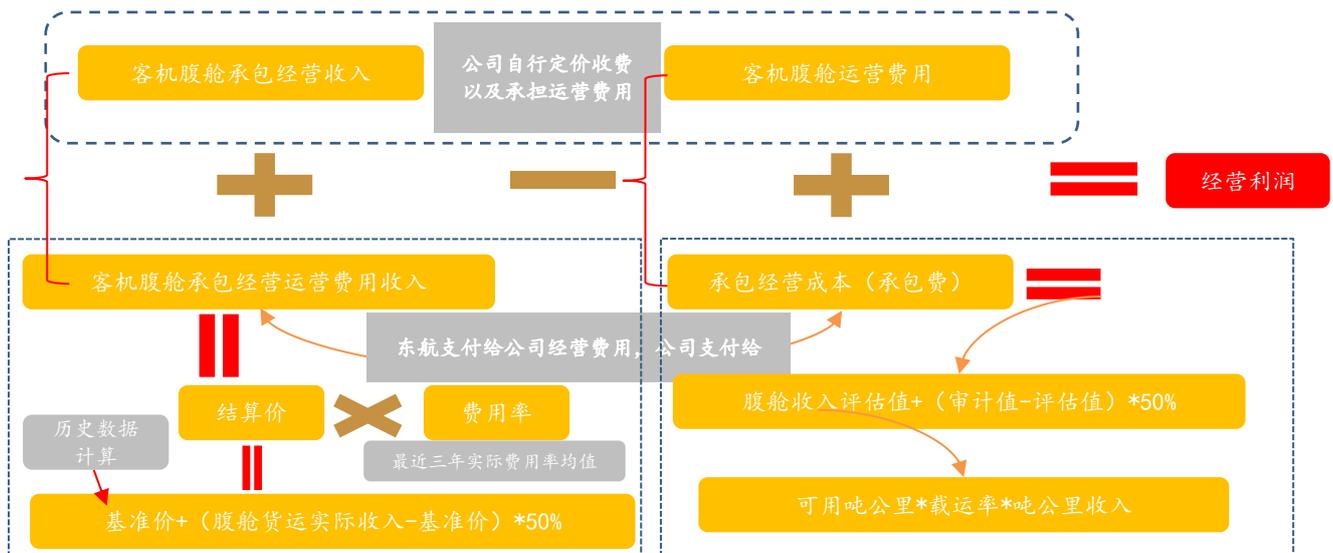


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

全货机运输有更高的毛利水平。公司目前经营 10 架货机，其中 8 架 B777，两架 B747。公司航空速运业务分为全货机运输与客机腹舱运输，2020 年营收分比为 53/25 亿元，毛利分别为 23/1.6 亿元，对应全货机毛利率为 43%，客机运输毛利率为 6.15%。

2020 年运力紧张导致运价提升驱动全货机运输业务高毛利。2020 年全货机运价为 2.05 元，同比 19 年提升 54%。而从成本项来看，航油费用的大幅下降也是 2020 年高毛利的一个重要原因。

图 28：承包模式下客机腹舱业务经营模型



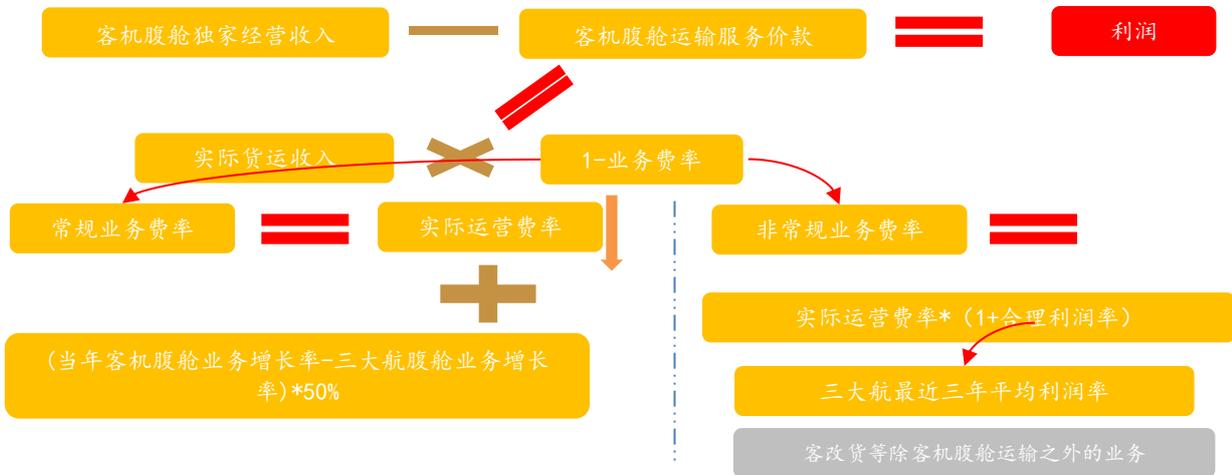
数据来源：西南证券整理

从委托到承包模式。根据《腹舱承包协议》，中货航享有独家经营权并对腹舱业务进行独立核算，自主定价，自负盈亏。腹舱业务从收入端有两部分，其一是公司实际运营过程中的经营收入，另一部分是东航支付给公司的运营费用。腹舱业务成本也有两部分，一部分是实际运营费用，另一部分则是客机腹舱业务的承包费用。从实际经营模型出发，本质上承包模式下公司利润弹性的来源是提高经营收入的同时压缩运营成本，从而获得相比较于东航运营时的超额收益。我们注意到的是实际腹舱的产权依然在东航手中，公司作为缔约承运人负责相应运输合同的履约过程。

通过对承包模式经营模型的梳理，公司未来持续超额收益的来源最主要的来自于当期利润相较于根据历史数据测算的评估值的差值，以及费用率相较于历史平均的压降，这是针对腹舱货运内生发展而言，除此之外，腹舱货运作为公司全物流产业的工具型产品，与综合物流服务结合亦可提升单位收入进而提升业绩弹性。

从承包到独家经营模式-增长驱动发展模式。新冠疫情深刻的改变了行业生态，公司与东航对原有承包合同进行了优化，将原委托经营模式调整为中货航独家经营模式，并签署了《独家经营协议》。据协议，中货航独家享有东航客机货运的舱位销售权、定价权以及从事结算等相关业务经营的权利，且客机货运相关的资产、设备、人员也已由发行人实际使用和经营。

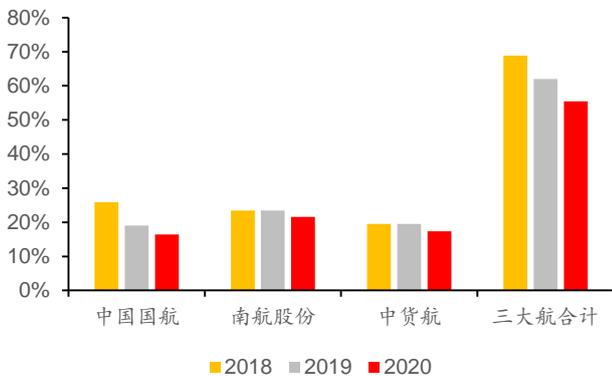
图 29: 独家经营模式下客机腹舱业务经营模型



数据来源: 西南证券整理

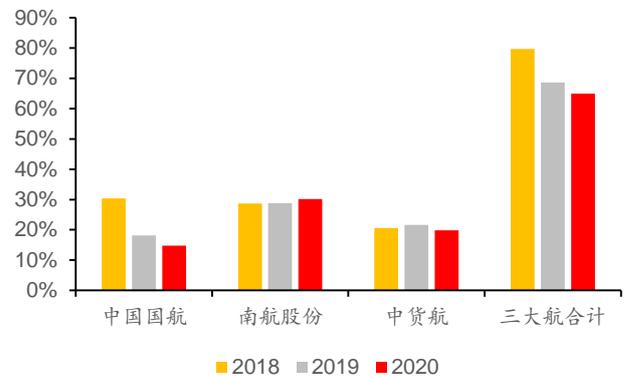
独家经营模式是当前最优方案。相比较于承包方案需要评估基准价, 独家经营模式以实际发生的货运收入以及业务费率作为定价基础, 排除了不可控因素(评估值)对业绩基准的扰动, 在这样的框架下, 客舱货运毛利率相对客观且稳定性更高。另外, 新的独家经营模式将激励作为主要定价因子, 更高效的运营模式, 更低的费用率以及超过三大航平均的增长率是业务超额利润的来源。

图 30: 航空货邮运输量市场份额



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 31: 航空货邮周转量市场份额



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

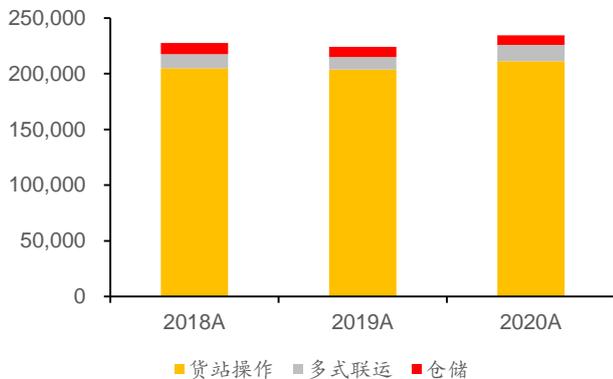
航空货运市场三大航仍是主要玩家, 但市场份额逐步下降。2020 年三大航货运公司市场份额按运输量/周转量合计分别为 55.4/64.9%, 相比较于 18 年高点均出现大幅下降。航空速运业务不同于传统物流服务, 从机队与机场建设, 时刻资源获取, 相关从业人员配置, 地面综合配套等方面考虑, 依然有较高的资质壁垒与资源、资金壁垒, 未来航空速运业务的主要竞争对手来自于自建机队的综合物流服务公司。

2.2 地面综合服务：占据上海货运枢纽，货站业务收入稳定

地面综合服务是航空速运业务的必要保障。从航空物流全链条来看，包括货站操作、多式联运等在内的地面综合服务为航空物流业的必要环节，是航空速运的延伸服务，为航空速运业务的有效开展提供了保障。因此，地面综合服务业务与航空速运业务密切相关，其市场需求即来源于终端消费者对航空速运的需求。具体来看公司产品如下：

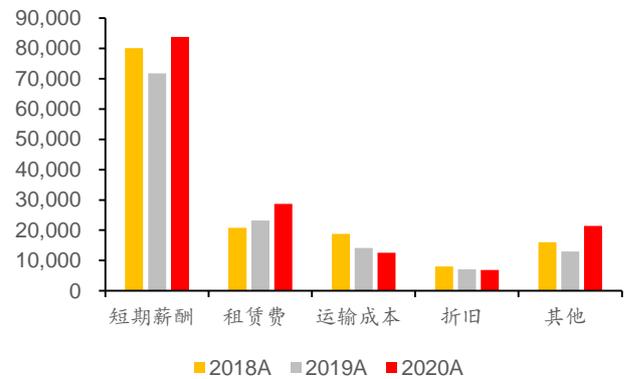
- 1) 货站操作业务：截至 2020 年末，公司地面代理航空公司客户共 47 家，提供进出港货邮航空货站地面操作及航空货邮单证信息处理等相关服务。2018-2020 年，公司地面操作总货量分别为 257.37 万吨、249.46 万吨及 249.45 万吨。
- 2) 多式联运业务：多式联运业务包括卡车航班和内场运输业务。截至 2020 年末，公司共运营 58 条国际进出港监管卡车航班路线，为国际进出港货物提供国内段地面运输延伸服务，并提供卡车装卸、货物分解、理货等服务。内场运输业务主要依托东航物流货站资源，为各航空公司及货运代理人等客户提供围绕上海虹桥和上海浦东两个机场间及机场各货站间的货物短驳及航空设备短驳等服务。
- 3) 仓储服务：以货站为核心，将客户与航空相关的仓储集聚在机场周边，为客户提供仓储服务。除普通货物的仓储外，发行人还针对特殊货品性质的仓储需求，在货站设施中设有温控货物仓库（包含冷藏库、冷冻库及恒温库）、危险品仓库、贵重品仓库、活动物仓库及超大超重货物仓库等，为进出港货邮提供多种特种仓储服务。

图 32：地面综合服务营收拆分（万元）



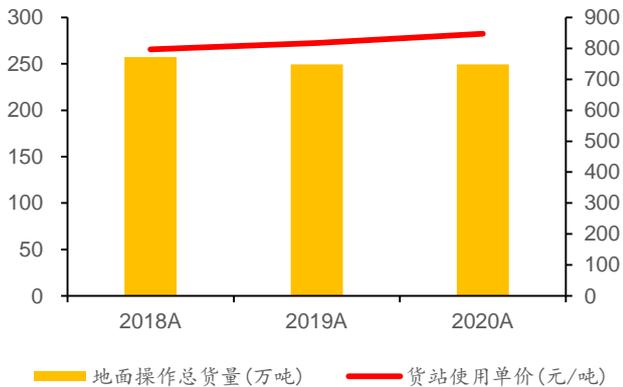
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 33：地面综合服务成本拆分（万元）

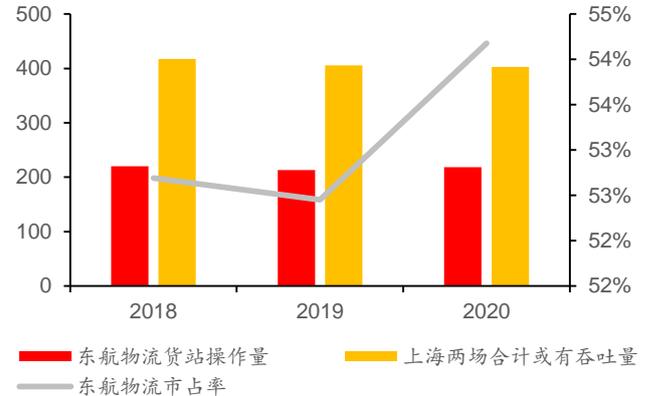


数据来源：招股说明书，西南证券整理

货站操作占地面服务总收入 90%，是公司业绩的压舱石。18-20 年地面综合服务营收分别为 23/22/23 亿元，对应年份毛利率分别为 37/42/35%，地面综合服务板块收入与毛利水平相对稳定。上海两场货站主要参与者为东航物流、PACTL 以及上海机场浦虹国际物流有限公司。公司在上海两场合计市占率超过 50%，相对稳固的竞争格局保证了收入端的稳定性。具体来看货站操作收入由业务量以及单价决定。而地面业务量价相对比较稳定，即使在特殊年份依然维持业绩的低波动性，提升了公司经营的确定性。

图 34: 货站操作业务量以及单价


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 35: 上海两场货站吞吐量 (万吨) 以及市占率


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

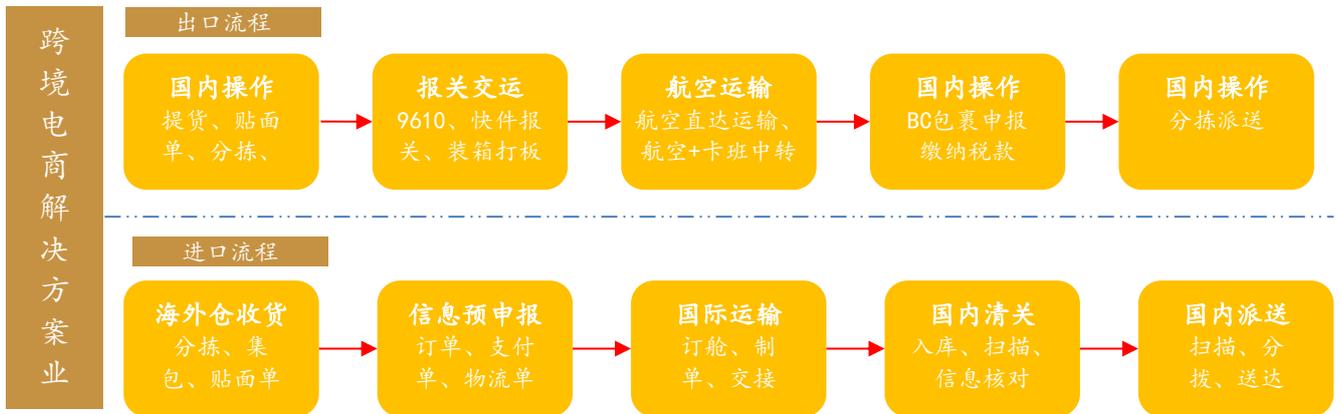
截至 2020 年末, 东航物流在全国范围内拥有 17 个自营货站, 覆盖上海地区的 7 个自营货站, 以及北京、昆明、西安、武汉、南京等 10 个外地自营货站。丰富的货站分布和上海货运枢纽地位, 能够保障公司地面综合服务的行业领先地位。截至 2020 年末, 东航物流货站覆盖了 12 个机场, 2020 年度上述机场总货邮吞吐量达到 594.41 万吨, 占全国民航机场总量的 37.0%。

2.3 综合物流解决方案: 同业项目基础扎实, 跨境电商高增速

公司综合物流解决方案产品主要如下:

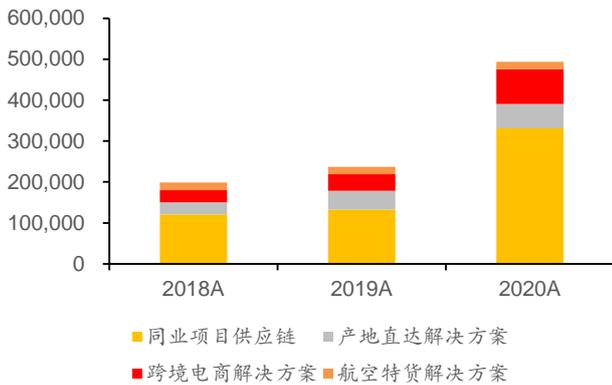
- 1) 跨境电商解决方案业务: 跨境电商解决方案业务系针对电商客户需求提供的包括跨境直邮进口、出口小包等跨境进出口双向全程物流。
- 2) 同业项目: 快递、快运、快邮类及发行人同业客户出于自身资源受限和降低成本等因素考虑, 需向发行人采购航空物流服务, 提升流全链条的流畅度及服务效率。**解决痛点:** 在关键节点上加大配套服务, 有效缩短了客户货物滞留时间, 提升了整个物流运输的流畅度和客户体验。**标准化:** 提供国际专线限时快运产品, 有效解决了国内同业物流客户的国际物流服务无法标准化的问题。
- 3) 航空特货解决方案业务: 部分货物因本身的性质、价值或者重量等因素, 在物流过程中需要进行特殊处理。
- 4) 产地直达解决方案业务: 发行人的产地直达解决方案业务系指针对水果、海鲜等生鲜产品服务商提供的包括原产地采购、航空干线运输和清关报关、加工、仓储和转运等附加业务在内的服务。该业务主要以“飞来鲜”作为主要品牌, 为客户提供冷链干线 and 集散仓之间的运输服务。产地直达解决方案业务的主要客户包括商超类客户及知名电商类客户 (例如京东和本来生活等)、大型贸易商和货运代理人等。2018-2020 年, 发行人生鲜产品进口量分别为 1.98 万吨、2.03 万吨及 1.24 万吨, 发行人生鲜产品包机数量分别为 168 架次、175 架次及 182 架次。

图 36: 跨境电商解决方案业务流程



数据来源: 西南证券整理

图 37: 综合物流解决方案营收拆分 (万元)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 38: 综合物流解决方案毛利 (万元) 以及毛利率 (%)

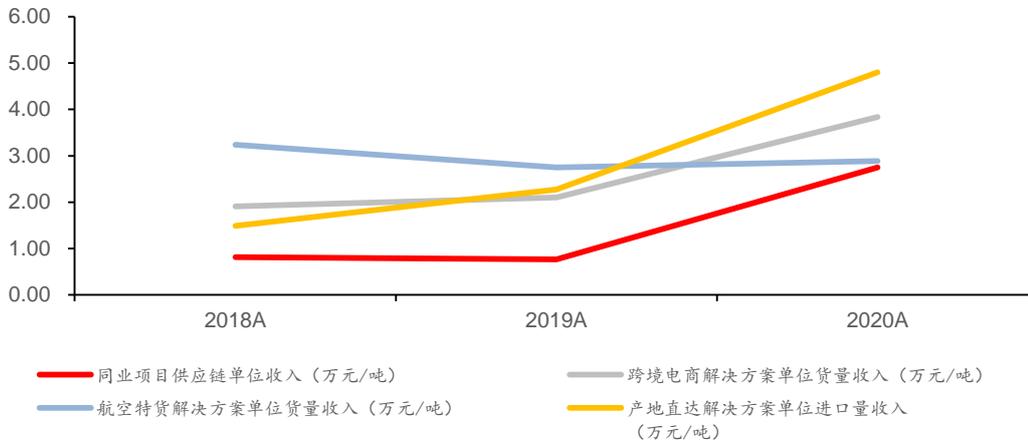


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2020 年综合物流解决方案板块营收 49 亿元, 同比增长 108%, 其中同业项目/跨境电商/产地直达/航空特运分别实现收入 33.1/8.5/5.9/1.7 亿元, 同比增长分别为 150%/109%/29%/-3%。18-20 年综合物流方案板块毛利率分别为 11%/6%/17%。

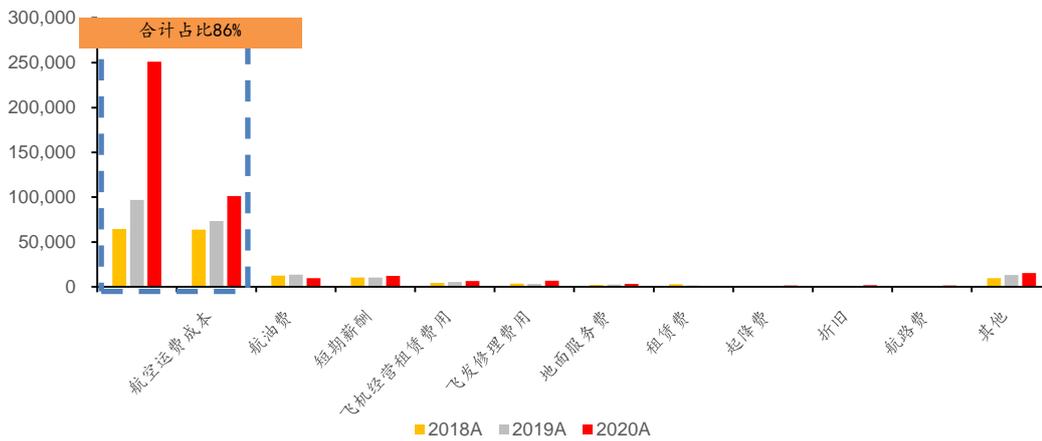
从价格上看, 2020 年产地直达解决方案单价最高, 为 4.8 万元/吨, 同业项目单价相对较低。从成本端来看, 运输服务价款与运输成本是综合物流服务的最大成本项, 2020 年两项成本占总成本 86%。

图 39: 综合物流解决方案单位收入



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 40: 综合物流解决方案成本拆分 (万元)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

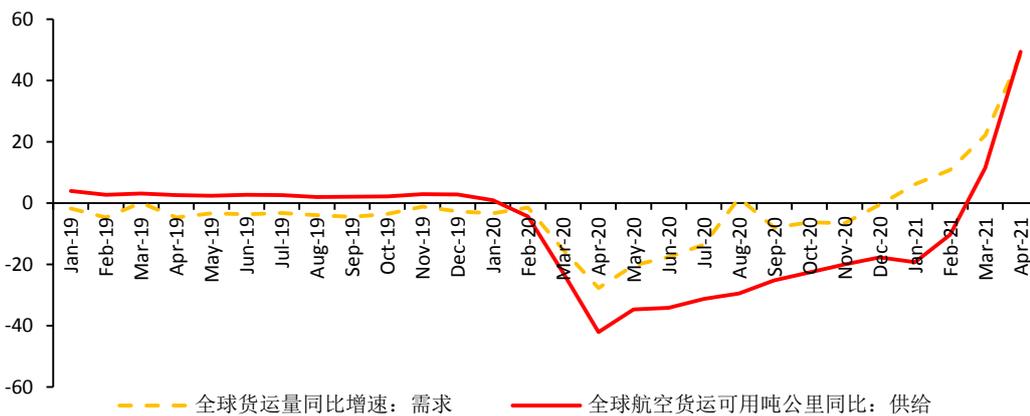
3 行业供需以及价值链

图 41: 航空货运产业链



数据来源: 西南证券整理

图 42: 全球航空货运供需缺口



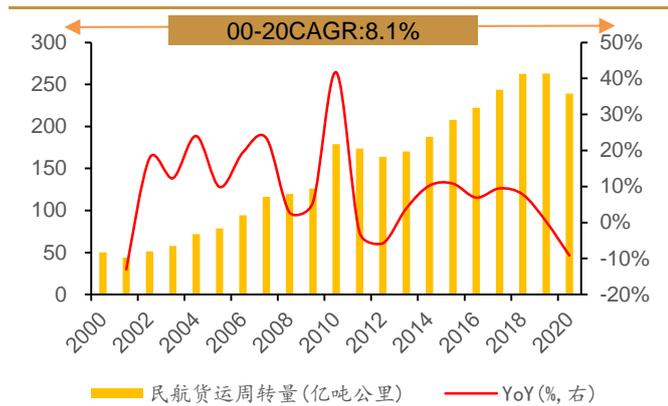
数据来源: Statista, 西南证券整理

从全球情况看，目前航空货运仍有较大的供需缺口，需求恢复较快，而中期供给难以恢复疫情前水平。

3.1 全货机运力占比 30%，供给长期相对缺乏

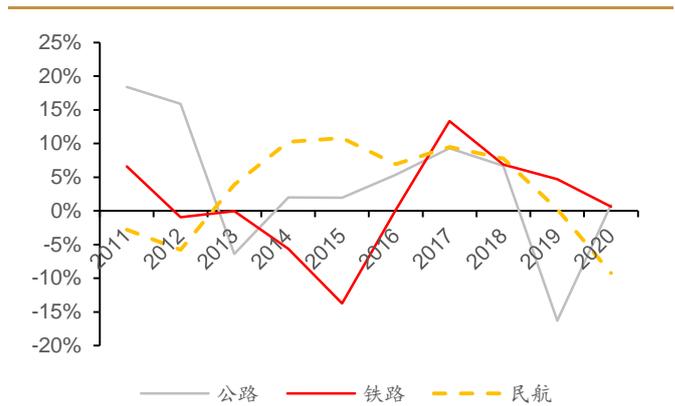
总量上，运输量复合增速低于总产出增速，航空货运收入与运量不匹配：我国航空运输周转量 2000-2020 年 20 年 CAGR 为 8.1%，低于同期 GDP 复合增速 12.3%。相比较于公路与铁路运输亦无显著增速优势。从货运量上看，我国航空货运量占全球 12% 左右，但从航空货运收入来看运价没有跟上运量增长节奏，我国航空货运收入占世界航空货运收入的 5.4%。从国内货运量与货运收入价格情况我们可以看到，货邮周转量占民航总周转量 20-25%，而航空货运收入占总收入比重不到 10%，民航长期“重客轻货”让货运运量与运价长期倒挂。

图 43：航空货运周转量



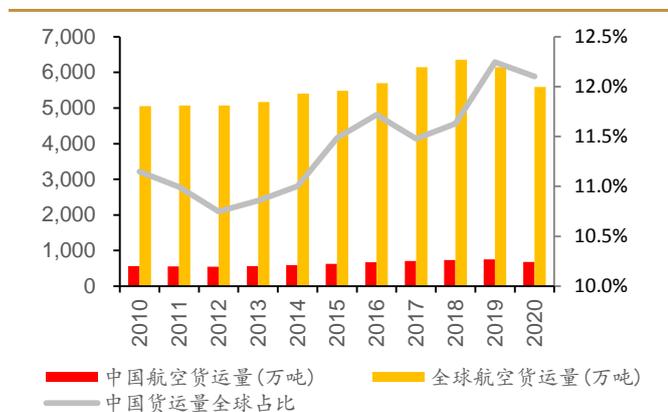
数据来源：Choice，西南证券整理

图 44：公路铁路民航货运周转量同比增速(%)



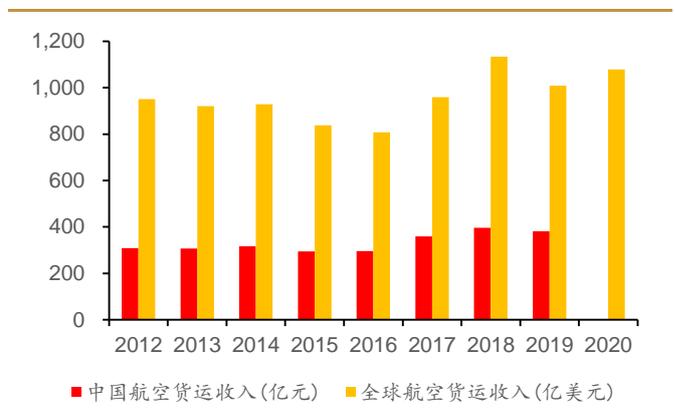
数据来源：Choice，西南证券整理

图 45：航空货运量

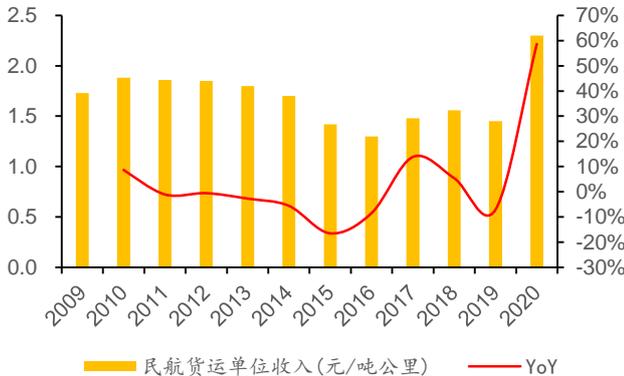


数据来源：Statista，西南证券整理

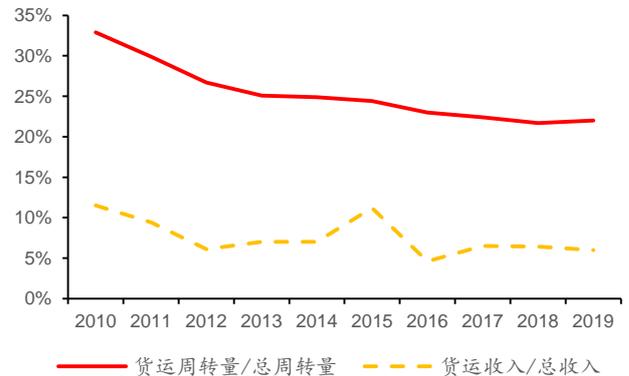
图 46：航空货运收入



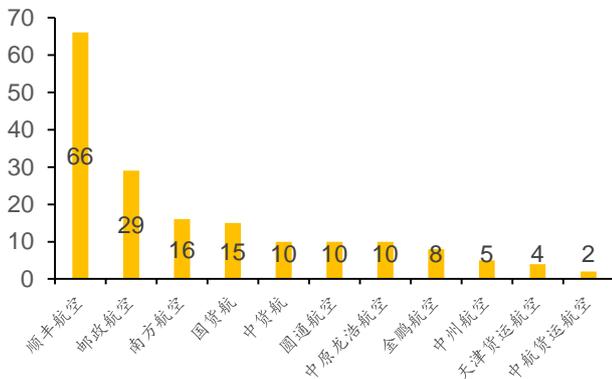
数据来源：IATA，西南证券整理

图 47: 民航单位货运收入


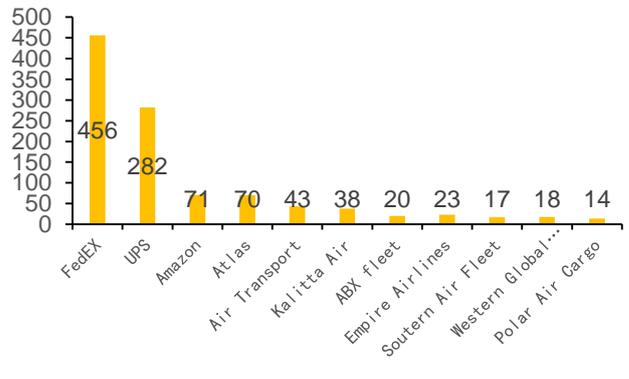
数据来源: 民航局, 西南证券整理

图 48: 民航货运运输量与收入不匹配


数据来源: 民航局, 西南证券整理

图 49: 国内航司货机数量前十


数据来源: PlaneSpotters, 西南证券整理

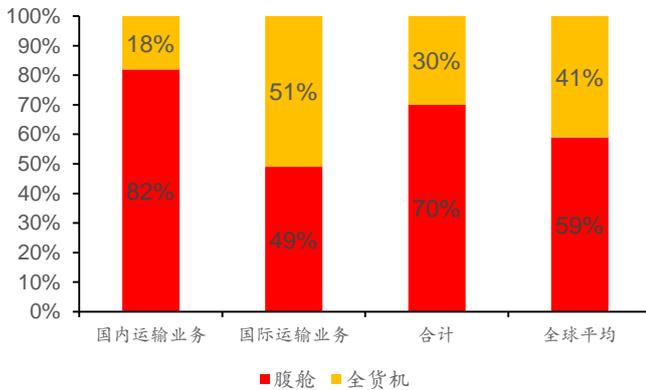
图 50: 美国货机数量前十航司


数据来源: PlaneSpotters, 西南证券整理

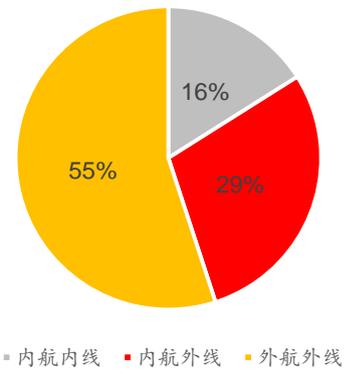
全货机机队数量远落后于发达国家, 全球物流网络建设更为薄弱。国内全货机机队规模约 180 架, 美国货机机队规模接近 1200 架, 其中 FedEx 机队规模 456 架, UPS 机队规模 282 架, 我国货机机队规模最大为顺丰航空 66 架。以 FedEx 为例, 其业务遍及 211 个国家和地区, 连接范围可覆盖全球 99% 的 GDP, 拥有 1950 个转运货站。我国基础相对较好的顺丰速运也只有 18 条国际航线和 210 个海外网点

从结构上看, 我国航空货运过于依赖客机腹舱运力, 外线市场被国外航司占领, 而航空货运以外线为主。以 2019 年数据为例, 全球平均航空货运分布中, 全货机承担 41% 的运量, 而我国航空货运全货机只承担 30% 的运量, 其中国内业务客机腹舱运力承担 82 的运量。2019 年按地区运输量划分, 其中外线占比 60%。而从收入构成上来看, 国际航线货运收入中, 国内航司仅占约 1/3。国际航线是航空货运重要的收入来源, 而相对有限的运力对应持续增长的需求, 这样的供给错配必然导致利润流出与供应链的安全性堪忧。

国际航空货运缺乏自主可控能力, 未来行业全货机队规模大幅扩张是必由之路。我国是最大的出口国, 未来随着内循环政策的落实, 进口需求水平也将进一步抬升。新冠疫情之下, 供应链保障能力被提上议程, 我国国际航空运力存在明显的短板, 结构上高度依赖客机腹舱运力, 所以出现了“客改货”这样史无前例的局面。薄弱的货机机队运力与我国进出口水平严重不匹配, 未来提升国际运力是摆在明面上对于各大货航以及物流公司亟待完成的任务。

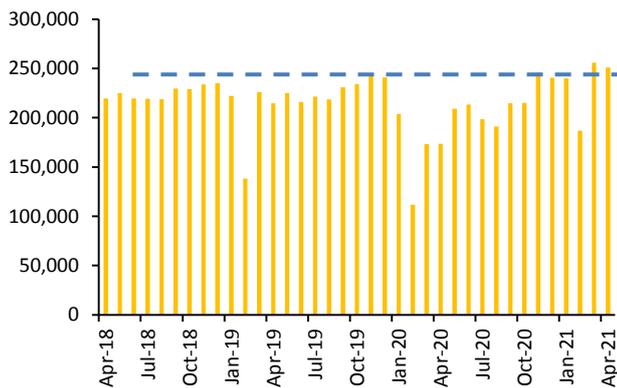
图 51: 民航货运运力分布 (2019 年)


数据来源: 民航局, 西南证券整理

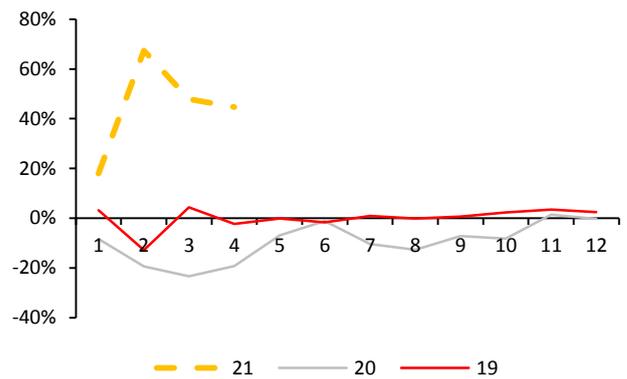
图 52: 民航货运收入构成 (2019 年)


数据来源: 民航局, 西南证券整理

3.2 下游需求持续增长, 跨境电商与产地直达是航空货运爆发方向

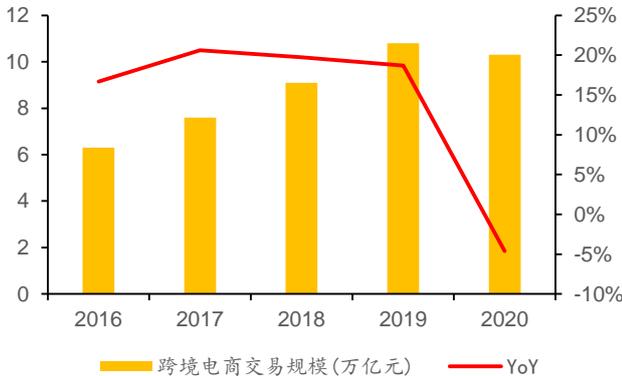
图 53: 民航货邮周转量月度数据 (万吨公里)


数据来源: Choice, 西南证券整理

图 54: 民航货邮周转量同比 (%)


数据来源: Choice, 西南证券整理

总量需求上, 航空货邮周转量已经超过疫情前水平。以货邮周转量数据来看, 2021 年 4 月民航货邮周转量 251000 万吨公里, 2019 年同期为 214649 万吨公里, 21 年相比较 19 年增长 17%, 航空货运已经全面恢复并逐渐创造新高。

图 55: 跨境电商市场规模


数据来源: iResearch, 西南证券整理

图 56: 生鲜电商市场规模

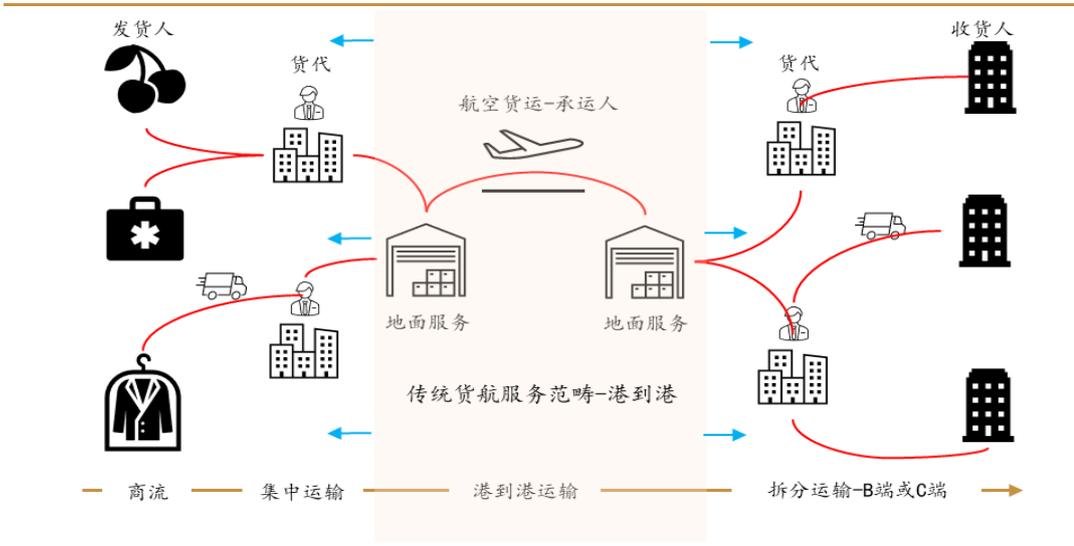

数据来源: iResearch, 西南证券整理

具体看下游需求，跨境电商与生鲜市场的扩张将支撑航空物流需求。预计 2022 年跨境电商占据航空货运 20% 份额，细分领域放量推动行业景气度向上。2020 年，我国跨境电商交易规模达 10.3 万亿元，16-20 年 CAGR 为 13%。2020 年我国生鲜市场规模达 4047 亿元，16-20 年 CAGR 为 46%。2019 年跨境电商占航空货运份额约 10%，据麦肯锡，2022 年跨境电商在航空货运份额占比将达 20%。统计显示，当人均 GDP 高于 2000 美元时，人们对高价值物品的需求将逐步增加。目前，我国人均 GDP 已经超过了 1 万美元，这意味着时效性强的商品将广受青睐，航空货运在现代物流系统中将发挥更大的作用。此外，医药流通也是航空冷链物流的重要应用领域。在从生产地到一线城市的药品冷链运输方式中，航空运输占 80%。

3.3 航空货运未来成长空间看综合物流价值链的打通与延伸

所谓综合物流解决方案，即超越传统航空货运港到港运输的时空界限，向上打通直达商流的路径，向下延伸对接需求，货运航司向产业链上下游延展既拓宽自身经营边界，也是对流通体系降本增效的实践。实际从东航物流的角度出发，其处于产业链的中游位置，通常情况下由于货源获取能力较弱，且并无地面配送网络配套，所以港到港的货运服务是常规服务范式，其运价自然受供需影响程度较大，行业景气度下行周期（供需恶化）几乎无任何转嫁能力，服务界限的存在放大了向下的波动，同时也限制了业绩向上的弹性。在流通费率整体下行的环境。扩大履约范围是航空货运提升产业链存在与维持利润空间的必要途径。综上，对航空货运公司的远景思考落在物流集成商的定位，这样的定位一方面基于商业发展逻辑，另一方面基于下文在国家战略的背景下培育大型综合物流服务商的紧迫性与必要性。

图 57: 全球航空货运供需缺口



数据来源: 西南证券整理

3.4 航空货运是我国供应链体系的重要构成

航空货运是供应链的关键一环, 而完善的供应链体系是我国成为制造强国的重要前提条件。以华为为例, 国内物流企业占华为总业务量不到 2%, 而航空货运是电子、半导体和芯片重要的运输渠道, 航空货运供应链直接影响高附加值制造业产出。B2B 业务的拓展是货运物流企业深度参与高端制造产业链的关键。而站在政策的角度, 保证供应链的自主可控是头号任务。疫情直接加速国家对航空货运的政策支持节奏, 培育具有全球网络布局, 具有全球竞争力的集成物流服务商是大势所趋。

表 2: 航空物流相关政策

时间	颁布单位	相关政策	主要内容
2020 年 8 月	国家发改委等 13 个部门和单位	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》	建立符合我国国情的物流业制造业融合发展模式, 制造业供应链协同发展水平大幅提升, 精细化、高品质物流服务供给能力明显增强, 主要制造业领域物流费用率不断下降; 培育形成一批物流业制造业融合发展标杆企业, 引领带动物流业制造业融合水平显著提升; 初步建立制造业物流成本核算统计体系, 对制造业物流成本水平变化的评估监测更加及时准确
2020 年 8 月	国家发改委、民航局	《关于促进航空货运设施发展的意见》	完善提升综合性机场货运设施能力和服务品质、稳妥有序推进专业性货运枢纽机场建设、全面提升航空货运设施使用效能
2020 年 3 月	民航局	《民航局关于积极应对新冠肺炎疫情有关支持政策的通知》	按照“保安全运行、保应急运输、保风险可控、保精细施策”的工作要求, 积极应对新冠肺炎疫情对民航业的影响, 切实为民航企业发展纾困, 精准有序推动复工复产
2020 年 1 月	民航局	《中国民航四型机场建设行动纲要 (2020-2035 年)》	推进建设以“平安、绿色、智慧、人文”为核心的四型机场
2019 年 9 月	中共中央、国务院	《交通强国建设纲要》	建设交通强国的总体要求和发展目标, 以及国家在基础设施、交通装备、运输服务、科技创新、安全保障、绿色发展、开放合作、人才培养、治理体系、保障措施等方面的具体布局

时间	颁布单位	相关政策	主要内容
2019年8月	交通运输部、国家邮政局、中国邮政集团公司	《关于深化交通运输与邮政快递融合推进农村物流高质量发展的意见》	健全完善贫困地区农村物流服务体系,推动交通运输与邮政快递在农村地区融合发展,提高农村物流服务覆盖率,全面推进农村物流高质量发展,为打赢脱贫攻坚战、实施乡村振兴战略提供更加坚实的服务保障

数据来源:国务院,民航局,西南证券

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

1) 在全球疫情逐步缓解后航空运价亦将合理回落,预计公司 2021~2023 全货机吨公里收入为 2.11/1.79/1.44 元。

2) 2021~2023 货站操作单价为 873/886/895 元。

表 3: 东航物流盈利预测

单位: 万元	2020A	2021E	2022E	2023E
①航空速运	781,901.4	995,657.5	1,065,138.6	1,032,043.5
YoY	17.2%	27.3%	7.0%	-3.1%
成本	538,944.5	673,804.1	778,036.9	849,768.8
毛利率	31.1%	32.3%	27.0%	17.7%
②地面综合服务	234,566.3	252,209.2	266,768.1	280,887.0
YoY	4.7%	7.5%	5.8%	5.3%
成本	153,339.3	163,217.4	177,208.0	195,581.4
毛利率	34.6%	35.3%	33.6%	30.4%
③综合物流解决方案	493,369.5	585,815.2	690,157.0	913,814.0
YoY	108.0%	18.7%	17.8%	32.4%
成本	411,461.9	489,841.3	613,731.9	782,397.0
毛利率	16.6%	16.4%	11.1%	14.4%
④其他业务收入	1,233.0	1,381.0	1,519.1	1,640.6
YoY	6.4%	12.0%	10.0%	8.0%
收入合计	1,511,070.2	1,835,062.9	2,023,582.7	2,228,385.0
YoY	33.8%	21.4%	10.3%	10.1%
成本合计	1,103,975.0	1,327,093.1	1,569,208.2	1,827,979.5
YoY	12.7%	20.2%	18.2%	16.5%
毛利	407,095.2	507,969.8	454,374.5	400,405.4
YoY	172.1%	24.8%	-10.6%	-11.9%
毛利率	26.94%	27.68%	22.45%	17.97%

数据来源:西南证券

4.2 分部估值

东航物流的业务可以划分为传统货运业务以及新经济业务，传统业务包含航空速运业务以及地面综合服务，而新经济业务包含综合物流解决方案。东航物流作为货运航司第一股，在 A 股以及全球范围内并无合适的对标，所以根据其不同业务的特点采用分部估值较为合理。对于已经稳定盈利的传统业务，PE 以及 PEG 估值体系相对更为适用；对于公司未来重点发展的新经济业务，PS 估值体系更合理。

1) 传统货运板块：航空速运业务与地面综合服务

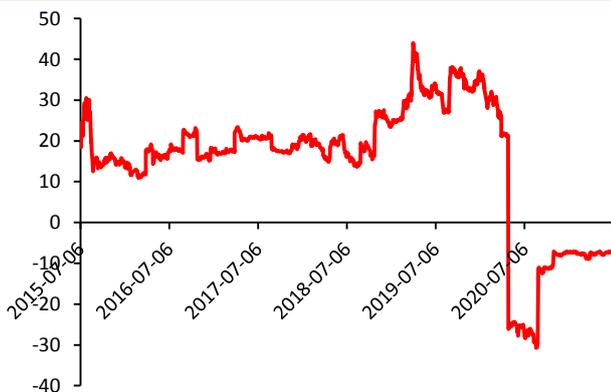
航空速运业务：分为全货机以及客机腹舱货运业务。从定价模式上来看，全货机运输的定价市场化程度更高，客机腹舱业务利润率-费率框架的定价模式对应的利润弹性较低，但客机腹舱也扩大了网络覆盖，提升了通达性。从市场份额来看，三大航以各自基地为中心，市场份额相对稳定，占据了超过 50% 的市场份额。考虑到航空速运业务的实质及其经营模式，我们选取三大航，华贸物流以及中国外运作为估值比较对象。速运业务估值低于客运业务，与 3PL 估值水平接近。历史上看客运航空 PE 在 20 倍左右，货代公司中外运估值在 10 倍，在航空货运高景气度区间，我们给予公司航空速运业务接近货代公司的估值水平。

表 4：航空速运业务比较公司

代码	名称	股价	EPS (元)			PE		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
601111.SH	中国国航	7.62	-1.05	-0.14	0.44	-7.55	-52.69	17.29
600029.SH	南方航空	5.95	-0.77	-0.0113	0.2786	-8.43	-551.45	21.15
601115.SH	中国东航	5.03	-0.72	-0.0335	0.2992	-6.48	-150.09	16.8
603128.SH	华贸物流	13.62	0.41	0.57	0.72	22.93	23.5	18.8
601598.SH	中国外运	5.07	0.37	0.39	0.43	11.82	12.19	10.99
平均						-	-	17.00

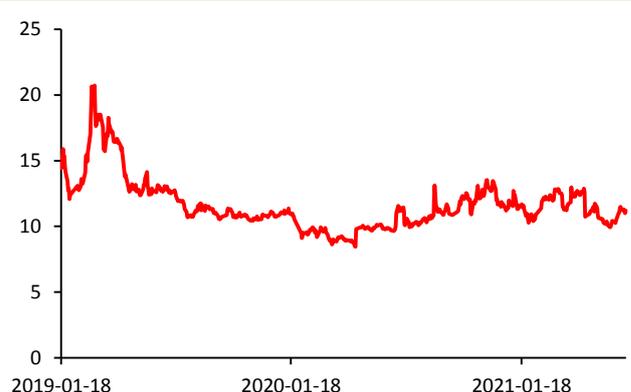
数据来源：Choice，西南证券整理

图 58：中国东航历史 PE(TTM)

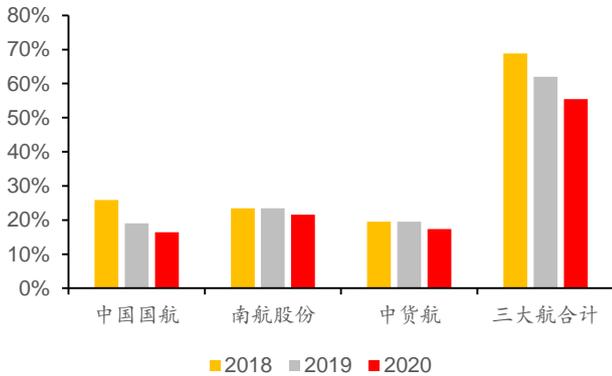


数据来源：Choice，西南证券整理

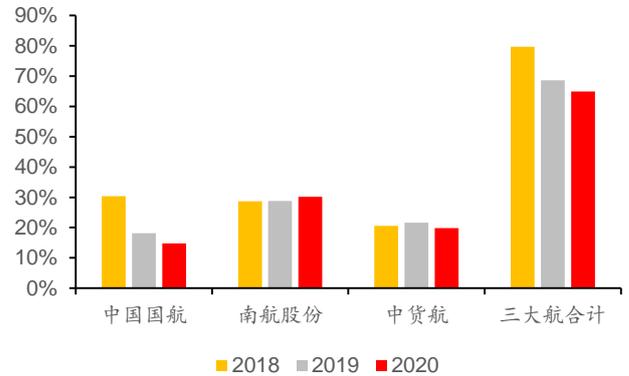
图 59：中国外运历史 PE(TTM)



数据来源：Choice，西南证券整理

图 60: 航空货邮运输量市场份额


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 61: 航空货邮周转量市场份额


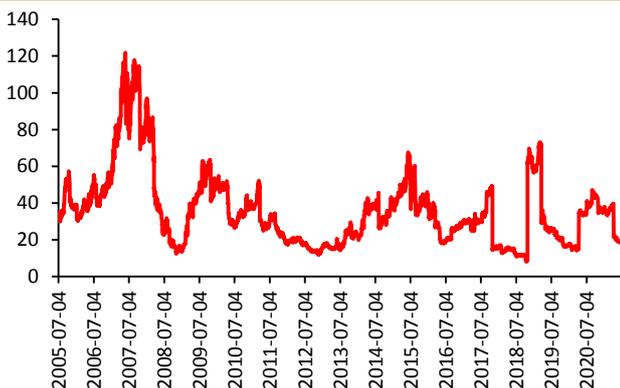
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

地面综合服务: 包含货站操作业务, 仓储以及多式联运。我们选取中储股份、上港集团以及青岛港作为可比公司。考虑到货站业务在上海两场的相对垄断市场地位, 以及持续稳定的高利润水平, 我们给予地面综合服务业务板块 16 倍估值, 略高于可比公司的估值水平。

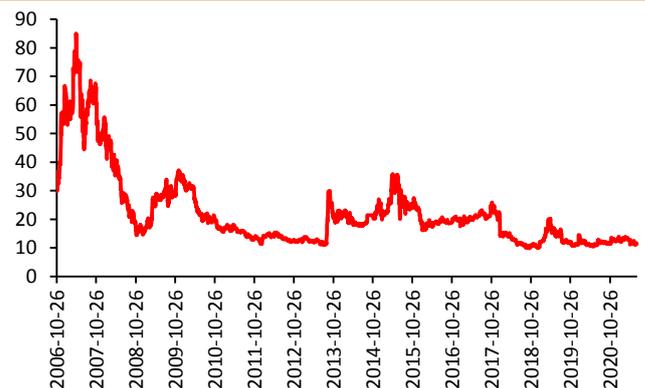
表 5: 地面综合服务比较公司

代码	名称	股价	EPS (元)			PE		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
600787.SH	中储股份	5.34	0.26	0.31	0.36	17.89	17.38	14.87
600018.SH	上港集团	4.74	0.36	0.46	0.46	12.75	10.33	10.3
601298.SH	青岛港	6.08	0.59	0.7	0.82	10.86	8.68	7.4
平均						13.83	12.13	10.86

数据来源: Choice, 西南证券整理

图 62: 中储股份历史 PE(TTM)


数据来源: Choice, 西南证券整理

图 63: 上港集团历史 PE(TTM)


数据来源: Choice, 西南证券整理

2) 新经济业务板块：综合物流解决方案

综合物流解决方案包含同业供应链，跨境电商，产地直达以及航空特货业务。

新经济业务部分我们选取顺丰控股作为可比公司，考虑市场广阔空间以及公司高成长性，给予该业务 2 倍 PS 的估值水平。

图 64：顺丰历史 PE(TTM)



数据来源：Choice，西南证券整理

表 6：分部估值汇总

业务	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
航空速运业务	营收 (亿元)	78.2	99.6	106.5	103.2
	YoY	17.2%	27.3%	7.0%	-3.1%
	净利润 (亿元)	-	28.7	25.3	17.2
	PE	-	12	12	12
	市值 (亿元)	-	344.4	303.6	206.3
地面综合服务	营收 (亿元)	23.5	25.2	26.7	28.1
	YoY	4.7%	7.5%	5.8%	5.3%
	净利润 (亿元)	-	8.0	8.2	8.3
	PE	-	20	20	20
	市值 (亿元)	-	160.8	163.6	166.1
综合物流方案	营收 (亿元)	49.3	58.6	69.0	91.4
	YoY	108.0%	18.7%	17.8%	32.4%
	PS	-	2	2	2
	市值 (亿元)	-	117.2	138.0	182.8
合计	总市值 (亿元)	-	622.4	605.3	555.2

数据来源：Choice，西南证券

预计公司 2021~2023 归母净利润分别为 31、27、22 亿元，对应 PE 分别为 11、13、16 倍。采用分部估值法，公司 2023 年合理市值为 555 亿元，对应当前市值计算两年复合收益率为 26%，公司一年期目标市值 420 亿元，对应目标价 26.4 元，首次覆盖给予“持有”评级。

5 风险提示

- 1) 油价波动风险。
- 2) 宏观经济风险。
- 3) 安全运营风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15110.70	18350.63	20235.83	22283.85	净利润	2723.51	3252.36	2818.04	2306.05
营业成本	11039.75	13270.93	15692.08	18279.80	折旧与摊销	280.15	430.89	475.94	520.97
营业税金及附加	17.92	36.70	32.77	153.76	财务费用	-78.20	-83.35	-122.14	-162.65
销售费用	242.25	388.54	404.99	425.02	资产减值损失	-10.91	0.00	0.00	0.00
管理费用	338.04	479.61	493.71	541.53	经营营运资本变动	201.48	-399.01	318.46	219.12
财务费用	-78.20	-83.35	-122.14	-162.65	其他	109.23	12.01	-24.56	14.19
资产减值损失	-10.91	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3225.26	3212.89	3465.74	2897.67
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2315.42	-1800.00	-1300.00	-1300.00
公允价值变动损益	-0.78	-0.26	-0.35	-0.46	其他	-375.41	-0.26	-0.35	-0.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2690.83	-1800.26	-1300.35	-1300.46
营业利润	3635.29	4257.93	3734.07	3045.94	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.45	87.38	30.97	35.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3638.74	4345.31	3765.04	3081.00	股权融资	-8.48	0.00	0.00	0.00
所得税	915.24	1092.96	947.00	774.95	支付股利	-513.14	-473.75	-617.95	-535.43
净利润	2723.51	3252.36	2818.04	2306.05	其他	-43.75	162.13	122.14	162.65
少数股东损益	354.77	162.62	140.90	115.30	筹资活动现金流净额	-565.37	-311.62	-495.81	-372.77
归属母公司股东净利润	2368.74	3089.74	2677.14	2190.74	现金流量净额	-36.35	1101.02	1669.59	1224.43
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2479.52	3580.54	5250.13	6474.56	成长能力				
应收和预付款项	2000.38	2639.92	2841.21	3138.65	销售收入增长率	33.77%	21.44%	10.27%	10.12%
存货	30.06	34.54	72.29	72.41	营业利润增长率	256.48%	17.13%	-12.30%	-18.43%
其他流动资产	61.44	74.61	82.28	90.60	净利润增长率	231.70%	19.42%	-13.35%	-18.17%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	209.69%	20.02%	-11.24%	-16.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3520.85	4692.59	5319.28	5900.94	毛利率	26.94%	27.68%	22.45%	17.97%
无形资产和开发支出	350.46	596.06	841.67	1087.27	三费率	3.32%	4.28%	3.84%	3.61%
其他非流动资产	653.51	605.27	557.04	508.80	净利率	18.02%	17.72%	13.93%	10.35%
资产总计	9096.21	12223.54	14963.88	17273.23	ROE	47.82%	37.93%	26.15%	18.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	29.94%	26.61%	18.83%	13.35%
应付和预收款项	2046.89	2281.00	2728.62	3168.36	ROIC	80.23%	55.38%	38.13%	27.41%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.39%	25.10%	20.20%	15.28%
其他负债	1354.50	1367.38	1460.01	1559.00	营运能力				
负债合计	3401.39	3648.38	4188.63	4727.36	总资产周转率	1.95	1.72	1.49	1.38
股本	1428.80	1587.56	1587.56	1587.56	固定资产周转率	6.40	4.76	4.49	4.36
资本公积	1415.74	1256.99	1256.99	1256.99	应收账款周转率	9.46	9.12	8.50	8.59
留存收益	2484.88	5100.87	7160.06	8815.38	存货周转率	199.22	230.62	228.89	227.32
归属母公司股东权益	5227.70	7945.42	10004.60	11659.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.56%	—	—	—
少数股东权益	467.13	629.74	770.65	885.95	资本结构				
股东权益合计	5694.83	8575.16	10775.25	12545.87	资产负债率	37.39%	29.85%	27.99%	27.37%
负债和股东权益合计	9096.21	12223.54	14963.88	17273.23	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.80	2.27	2.48	2.53
					速动比率	1.79	2.26	2.46	2.51
					股利支付率	21.66%	15.33%	23.08%	24.44%
					每股指标				
					每股收益	1.49	1.95	1.69	1.38
					每股净资产	3.29	5.00	6.30	7.34
					每股经营现金	2.03	2.02	2.18	1.83
					每股股利	0.32	0.30	0.39	0.34
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	3837.24	4605.47	4087.88	3404.25					
PE	14.88	11.41	13.16	16.09					
PB	6.74	4.44	3.52	3.02					
PS	2.33	1.92	1.74	1.58					
EV/EBITDA	7.58	6.84	7.30	8.40					
股息率	1.46%	1.34%	1.75%	1.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn