

吉祥航空 (603885.SH) 买入 (首次评级)

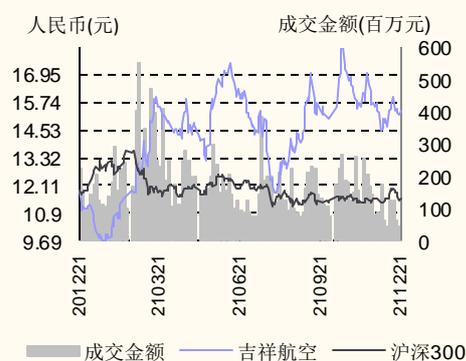
公司深度研究

市场价格 (人民币): 15.35 元

目标价格 (人民币): 18.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	19.66
已上市流通 A 股(亿股)	17.97
总市值(亿元)	301.80
年内股价最高最低(元)	18.13/9.69
沪深 300 指数	4913
上证指数	3625



民营航司突破中发展，蓄力静待复苏高增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	16,749	10,102	12,850	18,119	21,373
营业收入增长率	16.59%	-39.7%	27.21%	41.00%	17.96%
归母净利润 (百万元)	994	-474	-217	1,182	1,769
归母净利润增长率	-19.34%	-147.6%	-54.17%	N/A	49.66%
摊薄每股盈利 (元)	0.506	-0.241	-0.110	0.601	0.900
每股经营性现金流净额	1.39	0.30	0.33	1.75	2.30
净资产收益率	7.71%	-4.37%	-2.08%	10.30%	13.56%
市盈率 (倍)	29.66	-47.18	-139.00	25.53	17.06
市净率 (倍)	2.29	2.06	2.89	2.63	2.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **十五年载砥砺前行，淬炼管理内功。**公司成立于 2006 年，2015 年 A 股上市，航网覆盖国内经济发达省会城市、重点旅游城市、港澳台地区并辐射周边国家，与东航交叉持股探索与国有资本的合作模式。公司自上市以来发展良好，营收复合增速达 15.5%，年内逐步消化疫情影响，2021 年上半年营业收入达 60.5 亿元，超 2017 年同期水平。
- **双轮驱动抢占细分市场，航网量质齐增。**公司采取“双品牌、双枢纽、双模式”的运营策略，主品牌深耕上海，定位全服务航空，子品牌立足广州，快速开拓廉航市场，品牌间形成互补效应，享受枢纽优势，覆盖各类客群。公司保持运力增长，机队规模由 14 年 41 架增长至当前 108 架客机，航网资源优质化，最新夏秋航季较 16 年同期，公司一类互飞复合增速达 18%。
- **多方面成本管控精细化。**公司以最优成本结构支撑具有竞争力的价格水平，机队运营贯彻统一化与年轻化理念，获取飞机采购、航材采购的价格优势，节约培训和维修费用，单位营业成本低于三大航，2018-2020 年平均单位营业成本、平均单位扣油成本分别为 0.34 元、0.25 元，低于三大航平均水平 0.425 元、0.307 元。经营效率优异，飞机日利用率及客座率水平较高，上半年全机队客座率 78.01%，飞机日利用率为 9.23 小时。
- **周期底部静待破晓，市场需求分段兑现。**行业处于周期底部，落实“稳增长”政策。我们认为行业复苏分为两个阶段：第一阶段国内市场延续当前回暖态势，国内市场有较大提升空间支撑行业长期上涨趋势，且局部疫情影响逐渐弱化；第二阶段各国入境限制放松，国际航线供给端恢复速度弱于需求端，公司国际航线快速修复。

投资建议

- 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为-0.11 元、0.60 元、0.90 元，我们认为公司双品牌、双枢纽运营战略有效拓宽客群覆盖和增加航线资源，同时贯彻最优成本结构理念，随着后疫情时代航空市场景气度上升，公司盈利能力有望加速修复。给予公司 30 倍 PE 估值，对应 2022 年目标价 18 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 航油价格大幅上涨风险；新一轮疫情暴发风险；汇率波动风险；国际航线开通可能低于预期等。

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001
zhengshuming@gjzq.com.cn

内容目录

一、十五年载砥砺前行，淬炼管理内功.....	4
1.1 子公司覆盖面广，携手东航创合作.....	4
1.2 新一期股权激励提振士气.....	5
1.3 营收整体转好，疫情扰动渐弱.....	6
二、双轮驱动抢占细分市场，航网量质齐增.....	7
2.1 主品牌吉祥深耕上海，区位优势明显.....	9
2.2 子品牌九元立足广州，依托省会资源成长.....	10
2.3 运力提速升级，航线布局走向优质.....	11
三、多方面成本管控精细化.....	14
3.1 机队运营贯彻成本管理理念.....	14
3.2 成本管控成效突出，灵活应对缓解压力.....	15
四、周期底部静待破晓，市场需求分段兑现.....	17
4.1 行业历史低谷，周期红利可期.....	17
4.2 国内持续回暖，国际转型重启.....	18
五、盈利预测与投资建议.....	22
5.1 盈利预测.....	22
5.2 投资建议与估值.....	23
六、风险提示.....	24

图表目录

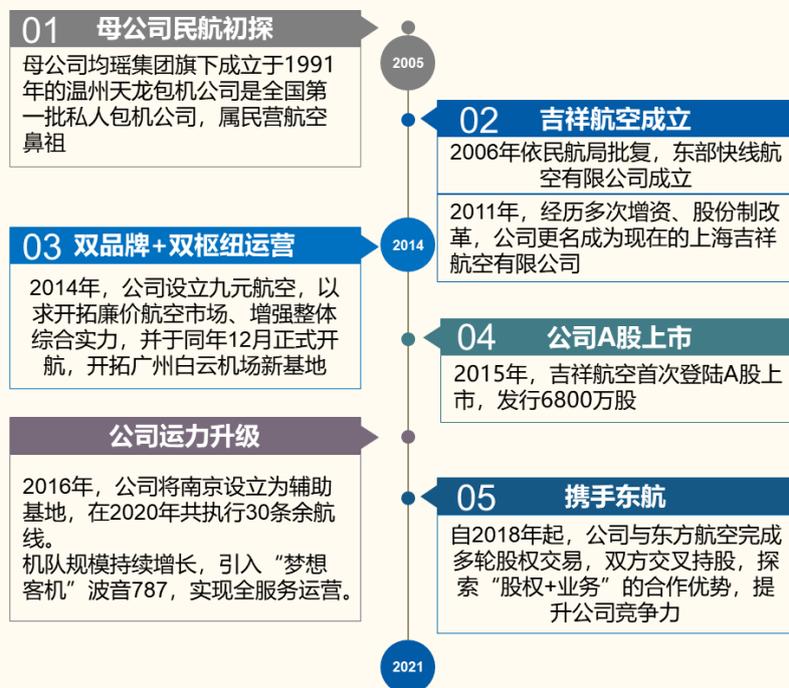
图表 1: 吉祥航空发展概况.....	4
图表 2: 吉祥航空控股情况.....	5
图表 3: 第二期员工持股计划份额情况.....	6
图表 4: 2015-2021Q3 公司营收情况 (亿元).....	6
图表 5: 2015-2021Q3 公司归母净利润情况 (亿元).....	6
图表 6: 公司营业成本情况 (亿元).....	7
图表 7: 公司营业收入拆分情况 (亿元).....	7
图表 8: 公司前三季度营业收入比较 (亿元).....	7
图表 9: 公司前三季度归母净利润比较 (亿元).....	7
图表 10: 民航客运量 (百万人).....	8
图表 11: 旅客周转量 (亿人公里).....	8
图表 12: 机场旅客吞吐量情况 (万人次).....	8
图表 13: 公司品牌定位形成互补.....	9
图表 14: 机场分类情况.....	9
图表 15: 各航司上海地区的航线占比 (以航班量计算).....	10
图表 16: 吉祥航空航班量分布情况 (2021 夏秋).....	10
图表 17: 南京禄口机场各航司占比 (2021 夏秋).....	10

图表 18: 上海、南京机场吞吐量 (万人次)	10
图表 19: 九元航空航班量分布情况 (2021 夏秋)	11
图表 20: 九元航空营业收入情况 (亿元)	11
图表 21: 广州白云机场吉祥航空与春秋航空航线数量比较.....	11
图表 22: 吉祥航空机队规模增长情况 (架)	12
图表 23: B787 宽体客机运营情况概览.....	12
图表 24: 公司各类航线增长情况统计 (按起降架次)	12
图表 25: 吉祥航空转场后增量航班资源.....	13
图表 26: 吉祥航空航段起飞时间统计 (21 夏秋)	13
图表 27: 九元航空航段起飞时间统计 (21 夏秋)	13
图表 28: 公司机队引进方式分布.....	14
图表 29: 各航司机队机龄对比.....	14
图表 30: 公司 2020 年营业成本分析.....	15
图表 31: 单位维修费用和单位折旧及租赁费用 (元)	15
图表 32: 各航司单位 ASK 营业成本对比 (元/座公里)	15
图表 33: 各航司单位 ASK 扣油成本对比 (元/座公里)	15
图表 34: 各航司飞机日利用率比较 (小时)	16
图表 35: 各航司飞机 2021 年累计客座率比较.....	16
图表 36: 各航司毛利率水平比较.....	16
图表 37: 2020 年货运比例明显上升.....	17
图表 38: 航空指数与市场走势相近.....	18
图表 39: 吉祥航空可用座位公里情况 (百万客公里)	18
图表 40: 中国民航机场客运吞吐量情况 (亿人)	19
图表 41: 全球确诊病例情况 (百万人)	19
图表 42: 波音、空客飞机订单量 (架)	20
图表 43: 波音、空客飞机交付量 (架)	20
图表 44: 公司国内地区分月可用座公里 (百万座公里) 及收入客公里 (百万客公里)	21
图表 45: 公司国际地区分月可用座公里 (百万座公里) 及收入客公里 (百万客公里)	21
图表 46: 2021 年各公司机队增速.....	21
图表 47: 公司按地区分月客座率 (%)	21
图表 48: 预测营业收入拆分.....	22
图表 49: 预测营业成本拆分.....	23
图表 50: 可比公司估值比较 (市盈率法)	24

一、十五年载砥砺前行，淬炼管理内功

- **民营航司首探蓝天，进程中探索发展模式。**1991年，母公司均瑶集团成立了温州天龙包机公司，是全国第一批私人包机公司，属民营航空的鼻祖。后依民航局批复，2006年公司前身东部航线航空有限公司正式成立，经历多次增资、股份制改革、更名后成为现在的上海吉祥航空有限公司。2014年立足广州的子公司九元航空实现首航，开拓廉价航空市场，采取“双品牌+双枢纽”运营策略，增强公司综合实力。2015年A股上市，发行6800万股。自成立以来，公司坚持深耕上海主基地，2016年为缓解上海地区时刻紧张，增设南京辅基地，建立了基本覆盖国内经济发达省会城市、重点旅游城市、港澳台地区并辐射周边国家的航线网络。2018年，引入宽体飞机波音787，开启国际化战略转型。同年，与东方航空完成交叉持股，探索更多合作机会。

图表 1：吉祥航空发展概况

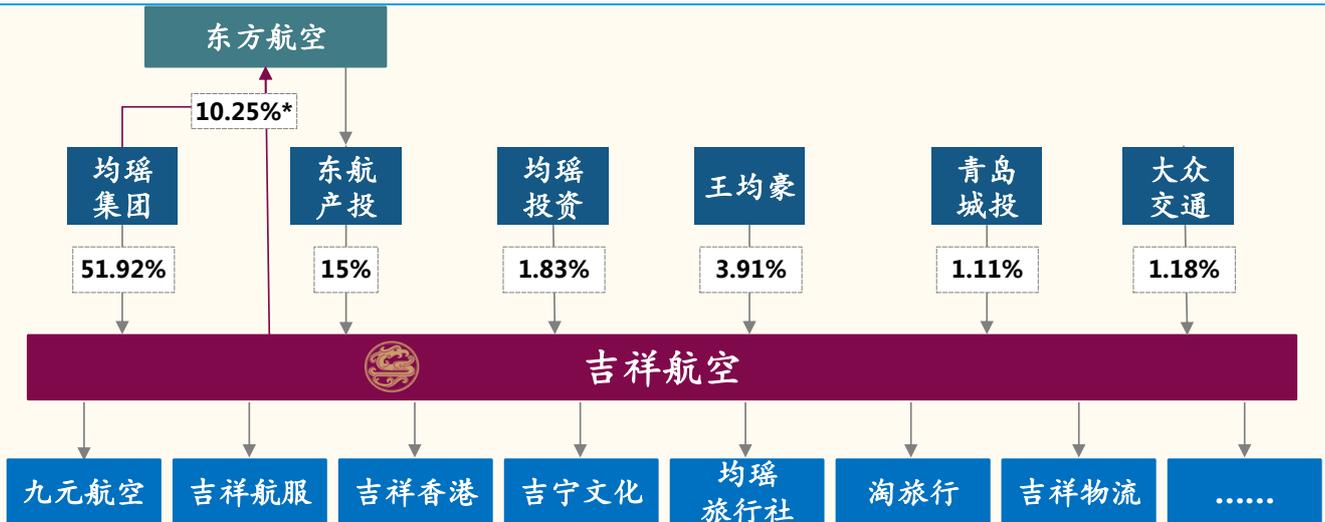


来源：公司公告，国金证券研究所

1.1 子公司覆盖面广，携手东航创合作

- **母公司实力强劲，跻身民营百强。**控股股东为均瑶集团，截至2021年6月30日，控股股东为上海均瑶（集团）有限公司，持股51.92%，均瑶集团股东皆为实际控制人家族人员，合计直接及间接持有57.66%。均瑶集团旗下共有4家A股上市公司，2021年中国民营企业500强位列328位。公司最终实际控制人为王均金先生，持有公司约19.20%的股份。

图表 2: 吉祥航空控股情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 子公司业务范围广, 涵盖旅游 O2O 平台、广告、物流等多项业务。截至报告期末, 公司拥有子公司 12 家, 其中, 全资子公司共 7 家, 包括: 1) 吉宁文化, 从事民航航空器的相关广告设计代理、文化策划业务; 2) 吉祥航服, 主要从事货物及技术的进出口业务、飞行文化体验、商务咨询和航空地面代理等服务; 3) 均瑶旅行社, 主营航空客票代理销售及旅游业务; 4) 吉祥物流, 主营业务为国际、国内货物运输代理等; 5) 吉道航, 主营业务为企业管理及企业管理咨询; 6) 吉祥香港, 主营业务为从事进出口贸易、投资、咨询服务; 7) 吉祥餐饮, 主营业务为航空配餐; 控股公司 2 家, 包括: 1) 淘旅行, 主营业务为休闲旅游 O2O 平台, 提供网络科技领域内的旅游服务; 2) 九元航空定位低成本航空, 主营国内航线。
- 与东方航空交叉持股, 探索民营航司与国有资本的合作模式。自 2018 年起经过多轮交易, 东方航空通过全资子公司东航产投, 合计持有公司 15% 的股权, 另一方面, 母公司均瑶集团、吉祥航空及公司关联方作为一致行动人, 合计持有东方航空 10.25% 的股份, 挖掘“股权+业务”的合作优势。通过此番合作, 公司进一步挖掘上海及周边地区业务机会, 在航线网络开拓、业务数据共享、销售渠道、联合采购、物流贸易等多领域加强公司竞争力。18 年双方已开始在各自航司官网进行客票互售, 扩宽公司销售渠道。19 年起在部分国际航线上实施代码共享, 提升公司航网优势, 提升航班资源。

1.2 新一期股权激励提振士气

- 两轮持股计划彰显信心。在第一期员工持股计划存续期延长的背景下, 公司 8 月推出了第二期员工持股计划, 参与对象包括董监高, 及公司及下属子公司骨干员工, 共计 356 人, 合计回购 5,383,040 股, 约占总股本的 0.27%。该计划考核指标需完成主营业务收入增长率 20%、30%、40%, 体现了管理层恢复业绩的信心。
- 完善长效的激励机制激发组织活力。长效激励计划将公司经营与核心骨干绑定, 设置了需完成的业绩解锁目标, 将公司经营增长与员工利益挂钩, 实现高管、股东利益捆绑, 充分调动公司员工的积极性, 促进公司更快从疫情中恢复。

图表 3: 第二期员工持股计划份额情况

序号	持有人	职务	拟授予份额 (份)	比例	
1	公司董事、监事、高级管理人员 9 人	赵宏亮	副董事长、董事、总裁	179,387	14.16%
		于成吉	董事、副总裁	89,693	
		张建钢	副总裁	89,693	
		夏海兵	副总裁	89,693	
		徐骏民	董事、副总裁、董事会秘书	89,693	
		刘凯宇	总工程师	8,969	
		杨斐	总飞行师	71,755	
		赵鑫	职工监事	71,755	
		张言国	财务负责人 (财务总监)	71,755	
2	公司及控股子公司核心业务骨干不超过 347 人		4,620,647	85.84%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 营收整体转好, 疫情扰动渐弱

- 公司自上市以来发展情况良好。2015 年至 2019 年营业收入从 81.6 亿元增长至 167.5 亿元, 复合增速达到 15.5%。2020 年, 营收负增长, 系新冠疫情防控下, 且国内国际旅客出行需求降低, 航司航班大幅度下降, 公司经营不可避免受损。受国际化战略影响, 归母净利润受到拖累, 未来国际需求释放, 可以预期公司盈利水平将快速恢复。

图表 4: 2015-2021Q3 公司营收情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 2015-2021Q3 公司归母净利润情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 运力升级进军洲际, 转型前期成本增速较高。因公司国际化战略需要, 公司自 2018 年引进宽体客机 B787, 国际地区营业收入有所提速, 2019 年增速达到 41.7%, 但短期成本控制能力受限, 成本保持较高增速, 对盈利有所打击。2020 年营业成本大幅下滑, 因为受到疫情影响公司航班大幅下降, 燃油费、起降服务费较前期分别下降-49.98%、-31.46%。本年度公司经营有所好转, 航班量提升拉动成本增长, 成本较去年同期增长 22.45%。

图表 6: 公司营业成本情况 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

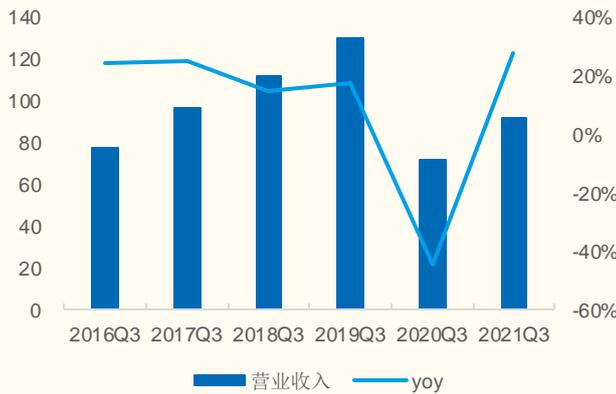
图表 7: 公司营业收入拆分情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 年内经营有所恢复, 局部疫情有所扰动。2021 上半年营业收入已超过 2017H1 水平, 归母净利润回正。2021 三季度受局部疫情影响错失暑期红利, 盈利有所拖累。随疫情逐步控制, 宏观景气度向好的情况下, 公司继续保持精细化成本管理, 坚持差异化服务, 盈利能力预计有所恢复。

图表 8: 公司前三季度营业收入比较 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 公司前三季度归母净利润比较 (亿元)

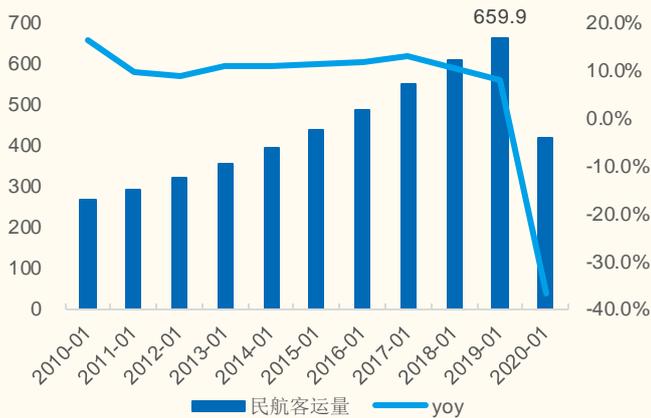


来源: Wind, 国金证券研究所

二、双轮驱动抢占细分市场, 航网量质齐增

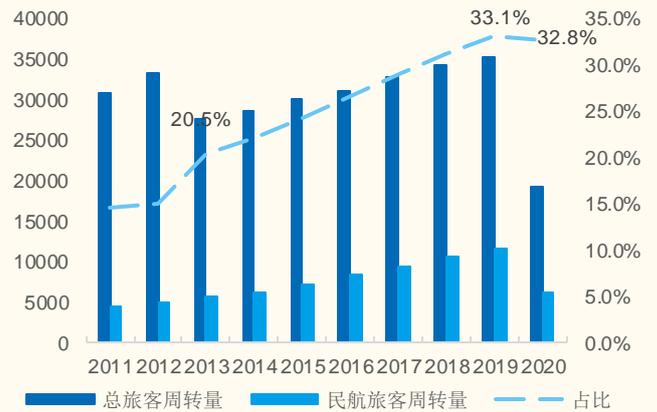
- 我国航空市场仍有较大空间。民航客运量近十年保持 10% 以上的增速, 2019 年客运量达到 6.59 亿人次, 且民航旅客周转率同年占比达到 33.1%, 2020 年下降主要受到疫情冲击。根据《2020 中国副省级以下城市航空通达性报告》, 我国 2019 年人均年乘机次数仅为 0.47 次, 相比于美国 2.6 次, 加拿大 2.4 次, 我国航空出行普及率有提升空间, 航空行业整体仍有约 2 倍的上升空间。

图表 10: 民航客运量 (百万人)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 11: 旅客周转量 (亿人公里)

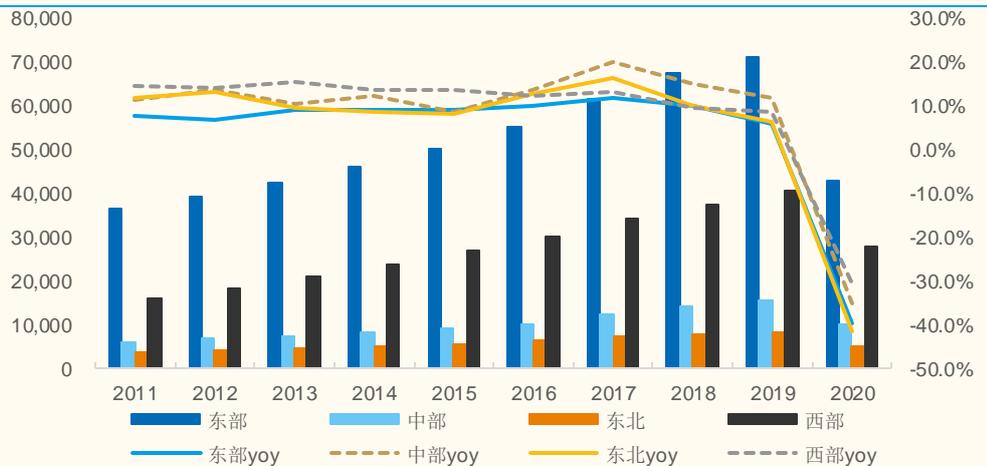


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

■ **市场需求呈现多样化趋势, 除票价因素, 公司应有更细致的产品矩阵。**随着居民消费升级, 因私出行航空需求增长, 该部分客群对出行成本及性价比有更多关注, 呈现分散化需求趋势, 除单一关注票价外, 同时对航旅过程中服务体验、航空餐食、机上娱乐等有了更为细致的考量, 从票价低机票变成“出行需求+服务内容”与预期价格的匹配过程, 分裂出多样航空细分市场。我们可以将该部分人群定位中等收入人群, 2018 年我国中等收入群体比重仅为 24.7%, 中等收入群体人数达到 3.44 亿, 群体比重为 24.7%, 与发达国家相比, 我国中等收入群体比重仍明显偏低, 西欧英德法、加拿大中等收入者比重都在 70%左右, 该部分人群需求释放, 预计细分市场空间可达 6 千亿元。因此, 细分市场要求航空公司在了解客户群的基础上, 布局相应的产品矩阵, 走差异化策略。

■ **国内航空市场下沉趋势明显。**“十四五”期间提出了进一步发展支线航空, 激活二三线城市航空出行潜在需求, 民航发展趋势较为明确, 新的市场增量更多将来自二三类机场。近十年东部地区机场旅客吞吐量增速低于其他地区, 中部地区增速较快。航司需要更多聚焦下沉市场的拓展, 主要包括区域经济枢纽或省内发达城市, 顺应市场趋势。

图表 12: 机场旅客吞吐量情况 (万人次)



来源: 民航局, 国金证券研究所

注: 东部地区是指北京、上海、山东、江苏、天津、浙江、海南、河北、福建和广东 10 省市; 中部地区是指江西、湖北、湖南、河南、安徽和山西 6 省; 西部地区是指宁夏、陕西、云南、内蒙古、广西、甘肃、贵州、西藏、新疆、重庆、青海和四川 12 省(区、市); 东北地区是指黑龙江、辽宁和吉林 3 省。

- 对此，公司采取双品牌、双枢纽、双模式的运营策略，形成品牌互补效应，实现对细分市场的加速渗透，填补吉祥品牌的航线空白区，吸引更多客群。与全服务航空相比，低成本航空通过提升运营效率来降低航班成本，提供基本服务满足同质化的需求，运营方面实现高客座率与高飞机日利用率，主要面对价格敏感性客户。通过双品牌的运营，公司可灵活满足旅客逐渐分化的需求层次，强化盈利水平。

图表 13：公司品牌定位形成互补



来源：公司公告，国金证券研究所

2.1 主品牌吉祥深耕上海，区位优势明显

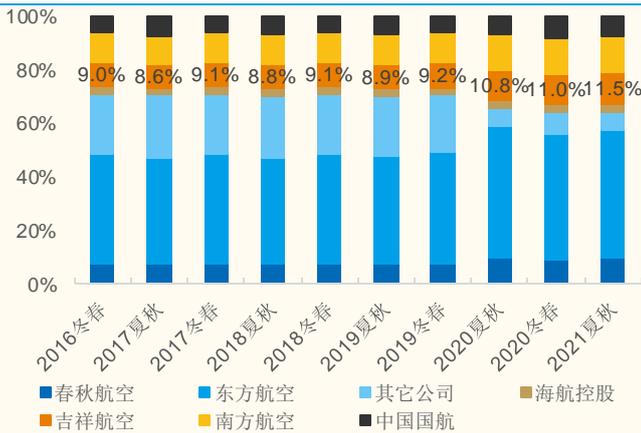
- 主品牌定位全服务航空公司，深耕上海。品牌目标客户向上海及周边城市圈的长江三角洲地区辐射，服务群体定位中高端商务、旅行及休闲客户。公司拥有的飞机机型以 A320 客机为主，并引进 787 客机执行远程飞行，客舱整体座位间距、构造舒适，航班安排、航线选择聚焦区域客群特点，服务目标定位准确。成本方面采取“最优成本结构”策略，提供超出其预期的高性价比航空旅行体验，有效减少营运成本，实现降本增效，打出差异化竞争策略。
- 上海地区需求旺盛，公司耕耘收获丰厚。作为国际航空枢纽与长三角地区核心，商务活动频繁，航空运输需求旺盛，客流量充沛，且客户群体收入水平和消费能力较高。公司市场定位锚定该区域客群需求，航线及服务满足商旅人群需求。公司在上海两机场市场占有率稳定，保持在 11% 左右，仅次于三大航。航线安排以一类机场为主，一类互飞、一二类互飞、一三类互飞分别占总航班量 6%、20%、32%（机场分类情况参照 2017 年《民用机场收费标准调整方案》）。

图表 14：机场分类情况

机场类别	机场
一类 1 级	北京首都、上海浦东、广州
一类 2 级	深圳、成都、上海虹桥
二类	昆明、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、海口、三亚、天津、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、南宁共 20 个机场
三类	除上述一、二类机场以外的机场

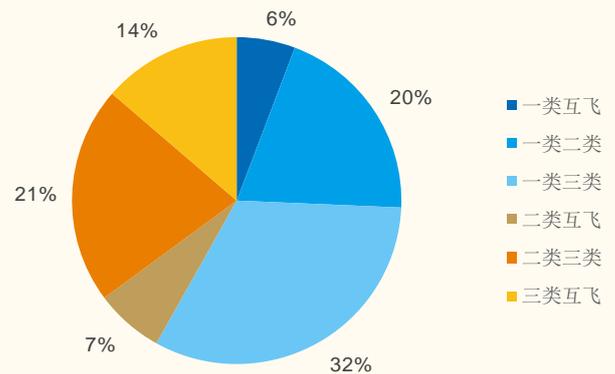
来源：民航局，国金证券研究所

图表 15: 各航司上海地区的航线占比 (以航班量计算)



来源: Pre-flight, 国金证券研究所

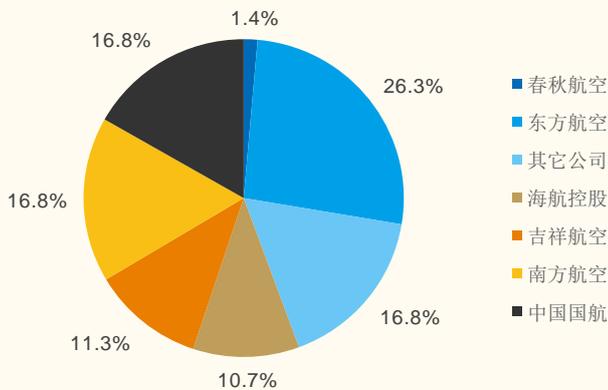
图表 16: 吉祥航空航班量分布情况 (2021 夏秋)



来源: Pre-flight, 国金证券研究所

- **南京辅基地保驾护航, 枢纽具有一定潜力。**考虑到上海两场时刻紧张、资源有限, 为更好地匹配飞机引进与时刻和航线排布, 公司增设南京为辅基地。南京禄口机场吞吐量在近年增速高于上海两场, 公司开拓水平较高的二线城市, 既与主基地协同发展, 也增加国内航线密度。根据 Pre-flight 数据显示, 最新航季公司在南京每周计划班次 448 次, 执行 33 条航线, 航线网络布局具有一定规模, 占南京机场的 11%, 仅次于东航。

图表 17: 南京禄口机场各航司占比 (2021 夏秋)



来源: Pre-Flight, 国金证券研究所

图表 18: 上海、南京机场吞吐量 (万人次)

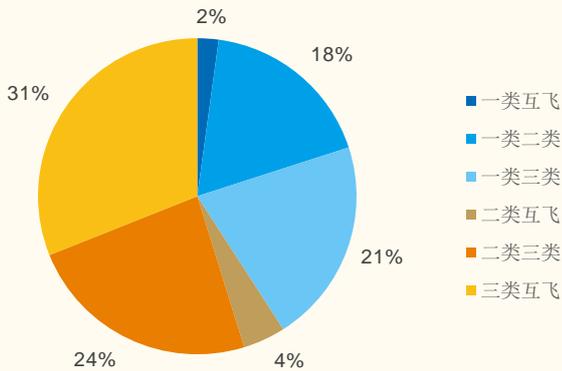


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 子品牌九元立足广州, 依托省会资源成长

- **子品牌进军廉航市场, 以广州为主基地。**九元航空定位低成本航司, 依托广州的省会优势及珠三角中心的区位优势, 覆盖辐射大湾区及东南亚相关旅游国家, 服务群体定位价格敏感性旅客和大众航空市场。子公司机队机型单一, 全部为波音 737 飞机。公司通过九元, 拓展廉价航空市场, 扩大客群覆盖面, 提升公司经营规模。
- **九元航空高速增长, 机队规模增长快。**除南方航空以外, 九元航空是唯一一家以广州为主运营基地的航空客运公司。自成立以来, 市场定位精准, 疫情前营收增速保持在 20% 以上, 机队规模增长速度较快, 由 2015 年 5 架增至 2021 年 22 架。

图表 19: 九元航空航班量分布情况 (2021 夏秋)



来源: Preflight, 国金证券研究所

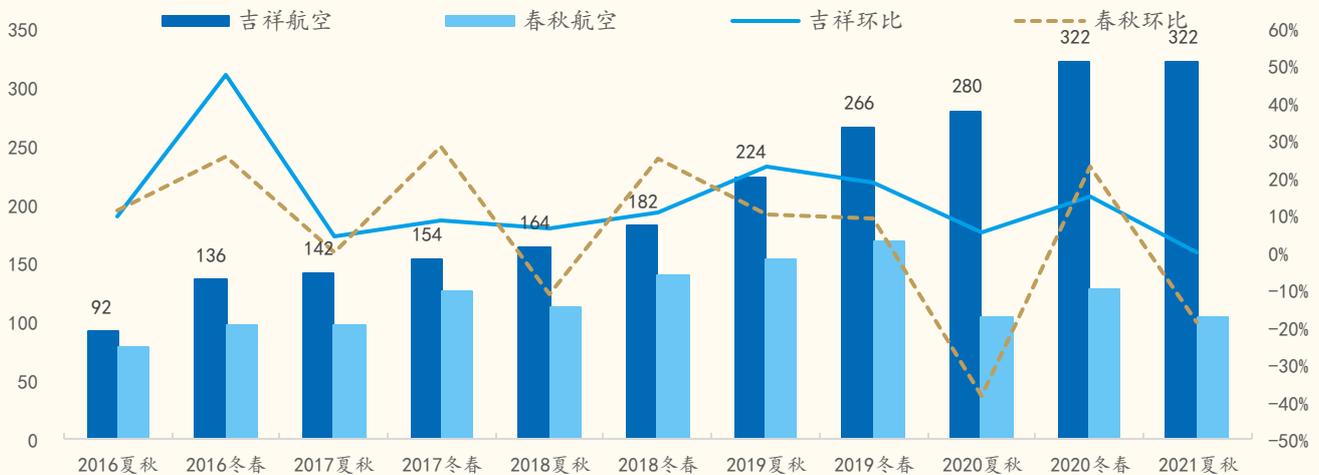
图表 20: 九元航空营业收入情况 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **航线网络补充主品牌, 枢纽优势明显。**航线更多聚焦二类、三类机场, 二三类互飞、三类互飞占比分别达到 24%、31%。随粤港澳大湾区建设机遇及市场下沉趋势, 子品牌有望进一步拓展低成本航空市场, 开拓西北地区航线, 提升公司综合实力。广州机场航线增速较快, 每周定期航班由 2016 夏秋 92 架次扩增至 2021 夏秋季 322 架次, 远超春秋航空。

图表 21: 广州白云机场吉祥航空与春秋航空航线数量比较



来源: Pre-flight, 国金证券研究所

2.3 运力提速升级, 航线布局走向优质

- **机队规模保持扩张。**自 2014 年至 2021 年 11 月, 吉祥航空机队规模从 41 架增长至 108 架客机, 运力提升明显, 复合增速达 14.5%。基于 2021 年机队规模扩张计划, 吉祥、九元航空分别将拥有 89、26 架飞机, 根据公司 11 月经营数据, 吉祥、九元分别拥有 86、22 架, 受疫情影响飞机引进计划受限, 调整推迟 787 飞机引进计划, 年内完成计划的可能性有限。

- **宽体客机引入拓展洲际市场，增加竞争力。**随国际地区业务的增加趋势，公司 2018 年 10 月开始执飞 B787，是首架中国大陆民营航空公司投入运营的波音 787-9 客机，现共运营 6 架 B787。短期来看，宽体客机执飞成本较高，拖累净利润，公司通过执飞国内航线摊薄成本，日利用率已从去年疫情期间 7.27 小时回升至 8.95 小时，管理有效。从长期来看，公司若开辟国际市场，引入宽体客机是执飞洲际航线的必要条件，增强单位时刻运力投放能力。

图表 22: 吉祥航空机队规模增长情况 (架)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: B787 宽体客机运营情况概览

	2021H1	2020	2019
日利用率	8.95	7.27	11.35
客座率	全机队平均 78.01%	73.22%	85.23%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **航线网络展开，航线资源丰富。**公司计划客运航班时刻增速可观，每周定期航班班次稳定增长，2015 年每周计划 1522 班次，通航城市 81 个，2021 上半年每周计划 2844 班次，涨幅达 87%，通航城市达到 157 个。2016 夏秋航季至最新航季，公司不断扩充优质航线，高盈利的一类互飞复合增速达到 18%，一类互飞通常以商旅人群为主，往来频繁且票价相对较高，民航局公布的京沪线市场指导价由 2018 年 1360 元上涨至 2021 年 1790 元。

图表 24: 公司各类航线增长情况统计 (按起降架次)



来源: Pre-flight, 国金证券研究所

- **紧跟西部大开发战略，开辟川渝地区航空市场。**公司在三类机场航线有较高增速，一三类互飞、二三类互飞及三类互飞在 2016-2021 复合增速分别为 15%、29%、78%。吉祥航空今年上半年转场成都天府国际机场运营，自转场以来新增两条上海-成都往返航线，时刻较为优质，经停热门的旅游地点，公司竞争力进一步提高。

图表 25: 吉祥航空转场后增量航班资源

航线	起飞时间	降落时间	每周班次
上海虹桥-池州九华山-成都天府	6:40	11:10	每周 3 班
成都天府-池州九华山-虹桥	12:20	16:50	每周 3 班
上海浦东-铜仁-成都天府	13:45	18:40	每周 3 班
成都天府-铜仁-上海浦东	19:45	0:35	每周 3 班
长沙黄花-成都天府	16:30	18:25	每周 7 班
成都天府-长沙黄花	19:30	21:25	每周 7 班

来源: 公司公告, 国金证券研究所

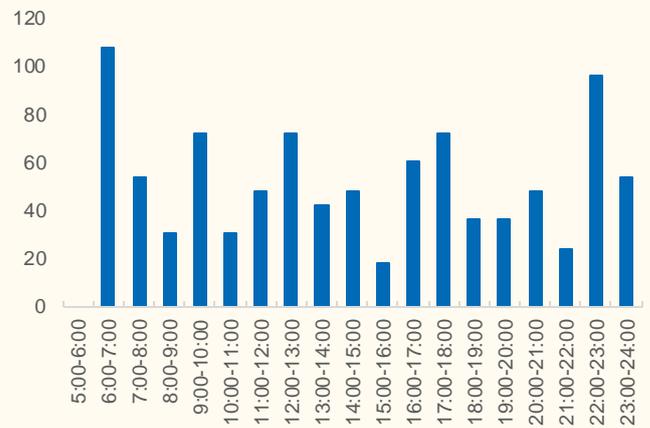
- **航线时刻安排具有针对性。**公司面对各品牌不同的客群, 相应分配适当的时刻资源。吉祥航空在各机场的时刻分布更多集中在早、中、晚, 九元航空则相对集中于早间、深夜, 对市场需求有针对性地满足。

图表 26: 吉祥航空航段起飞时间统计 (21 夏秋)



来源: Pre-flight, 国金证券研究所

图表 27: 九元航空航段起飞时间统计 (21 夏秋)



来源: Pre-flight, 国金证券研究所

- **国际航线以东南亚为主, 与芬兰航空联营合作欧洲航线。**民航局坚持执行“五个一”政策, 截至 6 月底, 公司核心运力执飞浦东-赫尔辛基航线, 以及上海—新加坡、上海—大阪、上海—曼谷、南京-大阪、无锡-新加坡五条国际航线, 每周往返各一班。上半年公司与芬兰航空基于浦东-赫尔辛基及连接的中欧航点的联营合作正式上线, 建立联营航线的渠道代理人管控合作模式, 进入实质落地阶段, 通过与国际航空公司合作以拓展国际航线市场, 提升航网质量。九元航空执行广州—曼谷航线, 每周往返各一班。

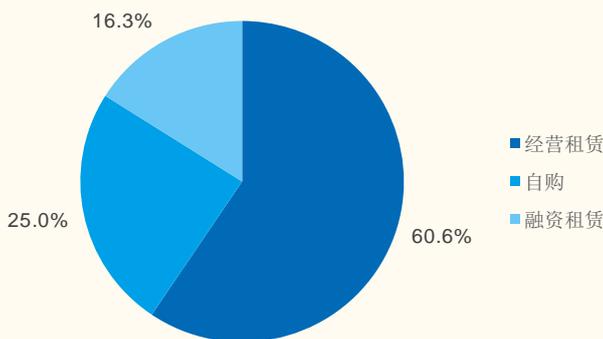
三、多方面成本管控精细化

- **成本精细化管理是公司差异化战略行之有效的关键因素。**公司差异化竞争策略首要经营理念为“领先服务品质，最优成本结构”，领先服务品质可以使公司避免陷入同质化、低价格的恶性竞争，然而，精细化的成本管控正是完成前者的核心。若仅单纯关注服务品质，公司将不可避免地与其他全服务航空竞争，通过压缩利润空间的价格策略来扩大市场份额，民营航空实力尚不足以与国有航司打正面战场。因此，公司的差异化策略决定了它同样需要对各项成本精细化管理，以最优成本结构支撑略低于市场竞争对手的价格水平。

3.1 机队运营贯彻成本管理理念

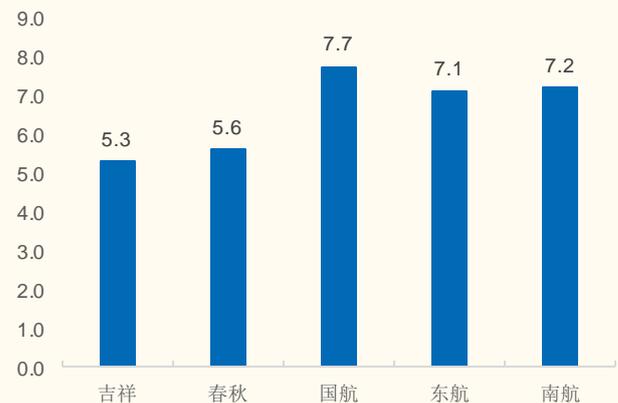
- **公司机队管理模式坚持“机队统一化与年轻化”，延续最优成本管理的理念。**截至 2021 年 11 月，公司及其子公司共拥有 108 架飞机，其中，公司运营 80 架 A320 系列飞机（其中 27 架为 A321 机型、15 架为 A320neo 机型、3 架为 A321neo 机型），6 架波音 787 系列飞机。子公司九元航空实际运营 22 架飞机，均为波音 737 系列飞机。未来公司制定的飞机扩充规划仍主要引进 A320 系列飞机以保持机队的统一机型，该战略形成的成本结构优势在公司未来的运营中将得以延续。
- **1) 年轻机队：**机队整体平均机龄为 5.29 年，与各大航司机队相比较为年轻，年轻机队易于实现低故障率与高出勤率，提升机队运营效率，匹配公司的“成本结构战略”。同时，公司飞机引入方式以租赁为主，截至 2021 年 6 月，公司飞机自购比例仅为 25.0%，通过退租机龄较长的租赁飞机，公司能稳定保持机队的年轻化。

图表 28：公司机队引进方式分布



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：各航司机队机龄对比



来源：Wind，国金证券研究所

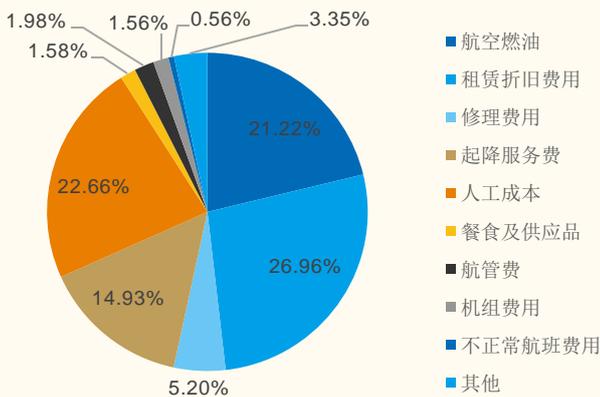
- **2) 统一机型：**吉祥航空机队由空客公司的 A320 系列窄体飞机为主运营机型，以波音公司的 B787 系列宽体机作为洲际运营储备的补充机型；九元航空机队由波音公司的 B737 系列飞机组成，统一机型的机队构成将为公司成本控制带来显著优势。其中，A320 系列和 B737 系列飞机均是单通道双发中短程客机，油耗较少，在中短程航距上经济性较好、效益较高的机型。

- **机队统一与年轻化带来的成本优势体现在飞机采购、航材采购的价格优势，以及培训费用的节约上：**1) 飞机购买方面，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；2) 航材采购方面，公司避免了由于配备多种机型的昂贵航材备件而大量积压资金所带来的财务成本；3) 人员培训方面，发挥机队统一机型优势，大幅削减了飞行员更换飞机型号产生的培训费用以及维修工程人员针对不同机型的专业技术培训费用。

3.2 成本管控成效突出，灵活应对缓解压力

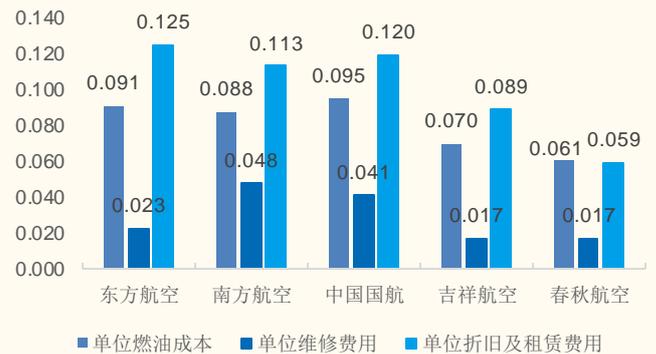
- **机队管理有效带来单位成本的节约，单位成本水平低于三大航。**公司营业成本拆分后，成本结构与传统航司近似，主要由航空燃油、租赁折旧、人工费用、起降服务费构成。其中，单位维修成本和单位折旧租赁费用受益于机型统一与机龄年轻，2020年分别为0.017元、0.089元，低于三大航平均水平0.037元、0.119元，单位燃油成本为0.070元，在行业中表现突出。整体上看，三年平均单位营业成本、平均单位扣油成本分别为0.34元、0.25元，低于三大航平均水平，0.425元、0.307元。凭借公司积累的精细规划与专业运营经验，实现全流程经营最优成本结构安排。

图表 30: 公司 2020 年营业成本分析



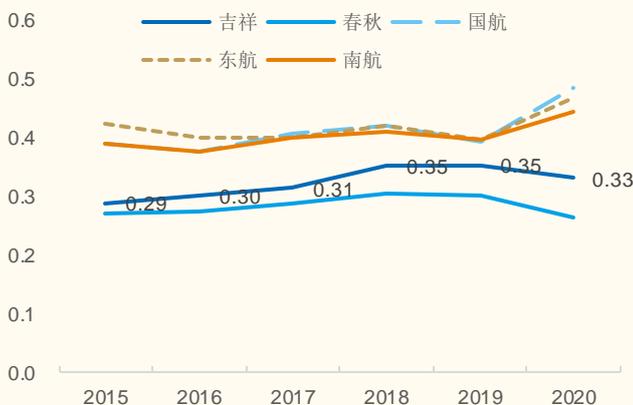
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 单位维修费用和单位折旧及租赁费用 (元)



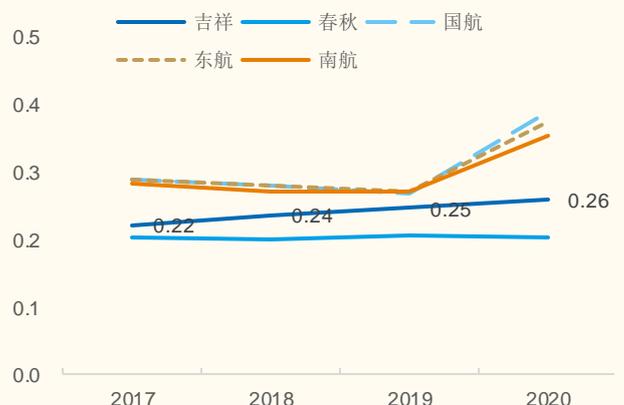
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 各航司单位 ASK 营业成本对比 (元/座公里)



来源: Wind, 国金证券研究所

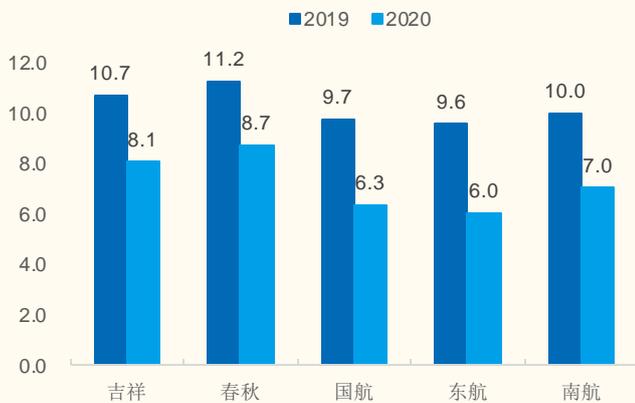
图表 33: 各航司单位 ASK 扣油成本对比 (元/座公里)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 自营核心航空运输业务，外包辅助业务。**公司将部分机场地面服务、航食提供服务以及员工标准技能培训服务等业务外包给具有合格资质和较高品质的专业机构完成。对于维修费用，公司灵活根据机队规模增长情况调整，机队规模较小时，采用“航材小时包修服务”替代公司自主采购高价周转件的模式，节约因购买高价周转件而形成的资金占用成本。机队规模扩大后，采取自建航材库、自主采购航材模式以保障机队运营，依据自身机队运营及维修数据库以科学计算并采购维持机队正常运行及检修所需各型航材最低数量，有效节约了“航材小时包修服务”模式产生的费用。对于人工费用，公司根据运营规模情况适时调整的经营理念显著精简了部门结构、人员和资产规模，以达到成本控制效果。
- 经营效率优异。**飞机日利用率及客座率水平较高，整体仅次于春秋航空。公司通过对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，实时安排进出港机位等标准化系统管理措施，有效提高飞机日利用率及客座率，2021年上半年，全机队客座率78.01%，飞机日利用率为9.23小时，较去年均有明显上升。

图表 34: 各航司飞机日利用率比较 (小时)



来源: Wind, 国金证券研究所

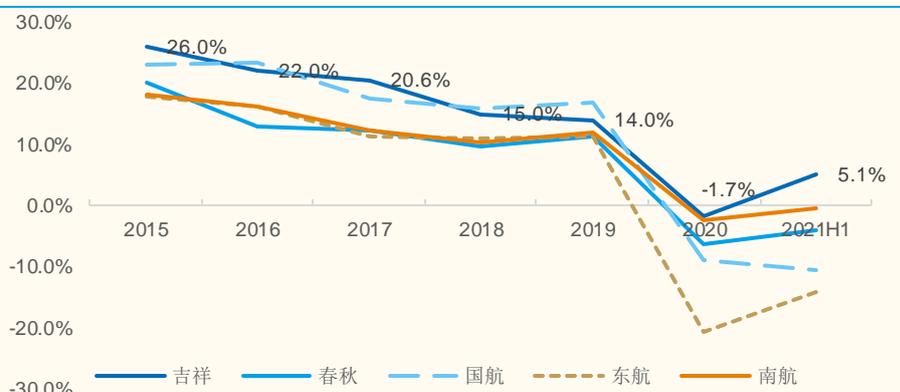
图表 35: 各航司飞机 2021 年累计客座率比较



来源: Wind, 国金证券研究所

- 疫情冲击下韧性显现。**2020年疫情冲击下，公司机队管理模式的优势显现，管理水平表现出较强韧性，全年毛利率控制在-1.7%，且在2021年Q2单季度毛利率大幅回升至17年同期水平，与其他航司相比，成本管理水平突出。且在今年上半年单位营业成本、单位扣油成本分别为0.30元、0.22元，低于去年同期水平，得益于有效灵活的管理，抵消疫情负面影响。

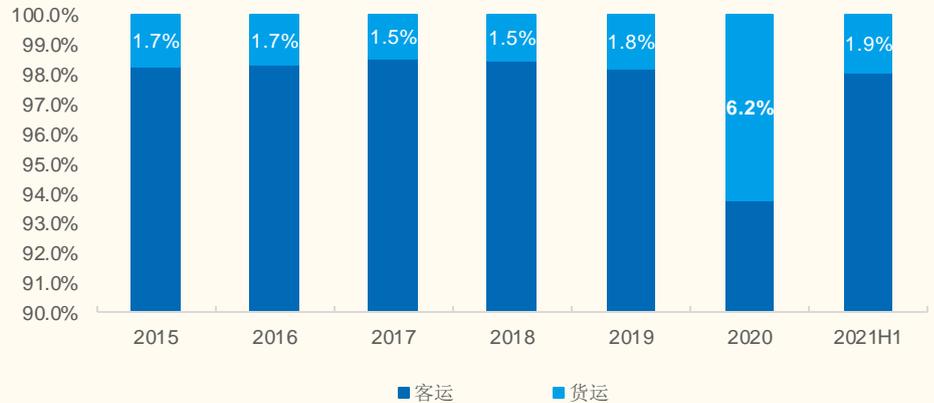
图表 36: 各航司毛利率水平比较



来源: Wind, 国金证券研究所

- **积极转变业务模式，缓解疫情压力。**疫情下在整体客运需求受制于疫情防疫要求的情况下，客运航班数量降低。考虑到国际货运需求旺盛，公司尝试扩展货运业务，发挥 B787 宽体机优势，推出“客改货”业务积极寻求解决办法摊薄成本，2020 年货运比例明显增大。

图表 37：2020 年货运比例明显上升



来源：Wind，国金证券研究所

四、周期底部静待破晓，市场需求分段兑现

4.1 行业历史低谷，周期红利可期

- **航空业与宏观经济共振。**航司需求侧与人们出行意愿、经济往来频度、可支配收入等多因素挂钩，供给侧受油价、汇率波动影响明显，供需两侧皆受到周期波动影响，行业走势与宏观近似，具有典型周期性属性。从历史数据上看，航空业每一轮上升皆与市场走势高度拟合，供需关系找到平衡点，配合成本端管理，航司享受周期红利。
- **行业周期触底，复苏势能强劲。**我们认为此轮周期已到底部，疫情对行业打击的至暗时刻已快过去，破晓将至。2021 前三季度我国 GDP 累计同比增长 9.8%，经济活动逐渐摆脱疫情阴霾，近期政策托底态度明确，寻找适应“新稳态”，落实“稳增长”。然而，供给端受疫情相关政策限制，航空业仍处于周期底部尚待修复，行业盈利、估值水平有待进一步修复。然而，对公司而言，景气度上升意味着顺周期复苏确定性不断增强，利用自身灵活性度过危机，及时调整运力与航线，把握市场需求与运力投放的一致性将是未来突破盈利水平的关键。

图表 38: 航空指数与市场走势相近

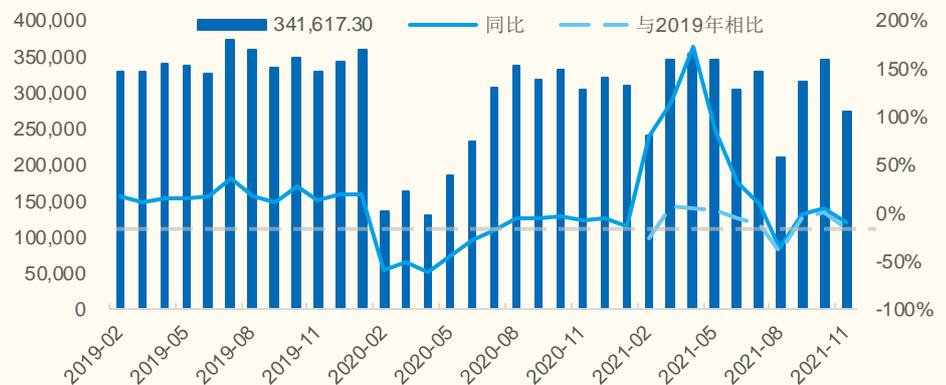


来源: Wind, 国金证券研究所

4.2 国内持续回暖，国际转型重启

- 国内、国际地区恢复速度不一致，将分为两个阶段复苏。公司上半年部分期间国内运力已恢复至 19 年同期水平，但是国际方面各项指标中仅客座率有所回升，运力仍处于低位。国际、国内航空市场恢复速度明显不一致，且各国政府对国内、国际航线执飞标准不一，我们有理由认为公司复苏过程将分为两个阶段。

图表 39: 吉祥航空可用座位公里情况 (百万客公里)

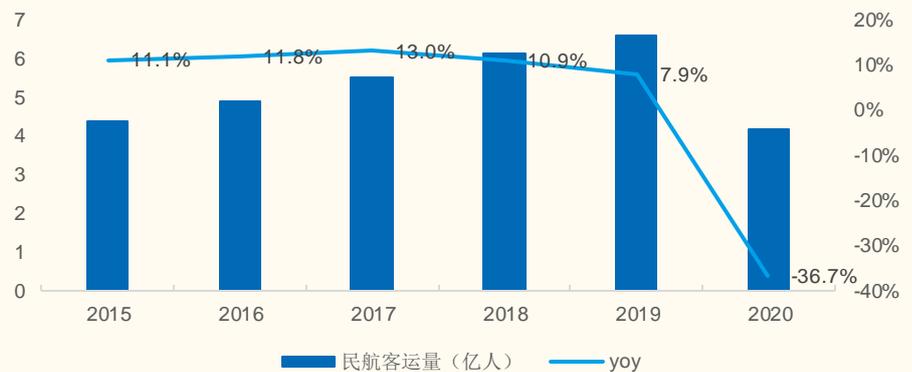


来源: Wind, 国金证券研究所

- 第一阶段: 国内市场延续当前回暖态势，公司回归发展轨道。
- 1) 长期来看，国内航空市场尚有空间，足以支撑行业长期上涨趋势。前文提到我国人均乘机量较美国发达国家有较大增长空间，且民航客运总量逐年攀升，疫情前均保持较高增速。疫情冲击属长期趋势中的波动因素，当干扰因素影响逐渐减小，航空市场势必回到其原本水平，保持长期发展趋势。
- 2) 短期来看，国内市场多重利好因素叠加，局部疫情对人们出游影响逐渐弱化。国内疫情防控成效显著且进入平稳阶段，疫苗接种工作持续开展，各地积极放开跨省市的出行限制，航空需求逐步兑现。国庆期间福建疫情

没有显著降低人们的出游意愿，局部疫情政策对航空业的打击逐渐减少。黄金周期间，根据各平台数据显示，飞猪门票出票量同比去年劲增超100%，携程平台全国机票单程均价821元，较去年同期768元增长7%，且出玩法多样化，削弱局部地区的防控限制影响，“黄金周”航空业表现有望超预期。据此，我们认为疫情冲击将进一步淡化，国内出行限制放松，公司明年大概率超预期恢复，2022年上半年营收有望超过2019年同期水平

图表 40: 中国民航机场客运吞吐量情况 (亿人)



来源: 民用航空局, 国金证券研究所

- **第二阶段: 各国入境限制放松, 公司运力结构优化, 重启洲际航线篇章。**
- **全球防疫曙光将现。**随着全球疫苗研发、接种进度继续推进, 全球范围内已有超过 60 亿剂疫苗接种, 全球疫情有逐步控制的迹象, 病毒变异影响弱化, 世卫组织最新数据显示全球每周新增病例开始下降, 延续 12 月以来的趋势。

图表 41: 全球确诊病例情况 (百万人)



来源: WHO, 国金证券研究所

- **特效药治疗药物有望加速全球疫情控制。**美国默沙东为抗新冠病毒口服药物莫努匹韦 (Molnupiravir) 申请紧急使用授权, 用于轻至中度新冠肺炎, 并表示在三期临床中高度有效, 相比服用安慰剂, 患者的住院率和死亡率风险降低约 50%。较之前需静脉注射的药物, 口服药更为安全便捷, 节省医疗资源。默沙东预计到 2021 年底将生产 1000 万个疗程, 全球疫情蔓延有望得到进一步遏制, 客观条件下利好国际航线恢复。2021 年 11 月 5 日, 辉瑞新冠口服药也获得进展, 公告称 II/III 期临床试验的中期分析结果显示,

能降低 89% 的住院和死亡风险。2021 年 12 月 8 日，国家药监局应急批准腾盛博药旗下非全资附属公司的新冠病毒中和抗体联合治疗药物——安巴韦单抗注射液（BRII-196）和罗米司韦单抗注射液（BRII-198）注册申请。

- **恢复全球连通性是各国政府和人员的迫切需求。**自各国政府实施跨境往来限制政策以阻止病毒传播以来，全球经济受到严重下行压力，各国政府积极讨论健康和疫苗证书互认、隔离要求免除等开放条件，为恢复往来创造有利安全环境。国际航线复苏逻辑虽慢于国内，但应与国内类似，当前国际旅行市场受旅行限制措施处于严重低迷状态，后续入境限制放开，贸易往来、出游旅行等需求出现“补偿式”增长，国际航协（IATA）的数据显示，2021 年全球客运总量将达到 23 亿人次，2022 年将增长至 34 亿人次，明年全球航空业需求将恢复至 2019 年的 61%，预计回暖速度较快。
- **运力供给放缓，国际航线供给端恢复速度将弱于需求端。**预计全球运力增速放缓，波音、空客两大公司飞机订单量、交付量出现大幅下滑。同时，为避免境外输入病例蔓延，国内疫情防控态度保持谨慎，民航局“五个一”政策明年大幅放宽或取消可能性较小，国际航线资源维持稀有。随各国逐步放松入境隔离要求，出境需求将出现“补偿性”增长，供给端短时间内无法匹配，票价维持高位。

图表 42: 波音、空客飞机订单量 (架)



来源: Statista, 国金证券研究所

图表 43: 波音、空客飞机交付量 (架)



来源: Statista, 国金证券研究所

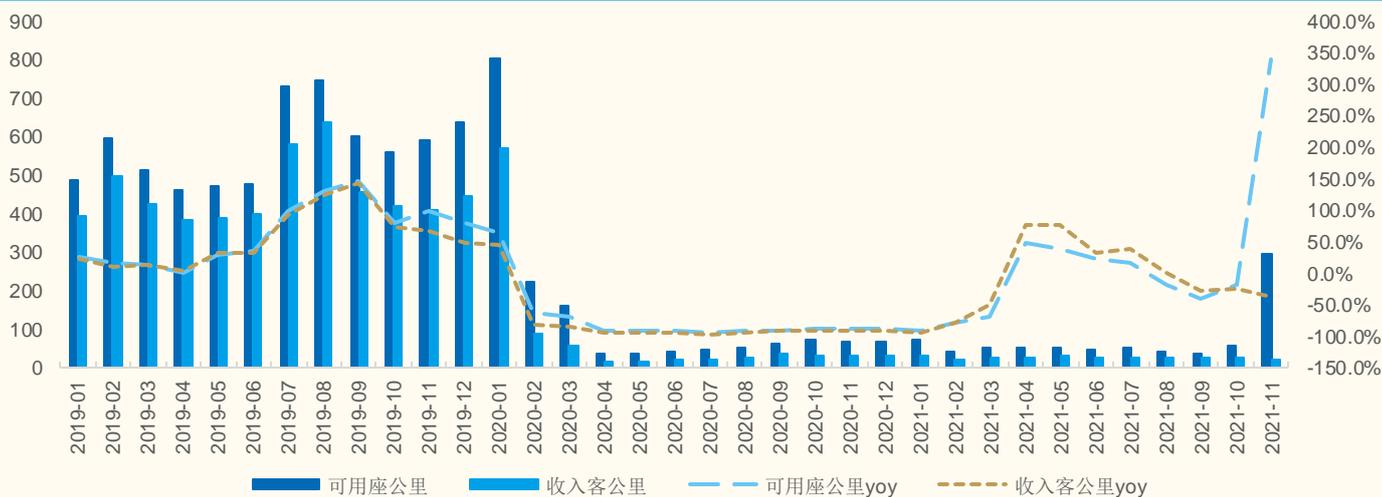
- **对吉祥而言，国际市场长期增长逻辑与国内类似，疫情冲击只是一个干扰项。**实行国际化战略转型后，公司 2019 年国际业务增长 41.7%，对该年营收增长有较大贡献，计划打造衔接北美、欧洲、澳洲等国际主要城市的中枢辐射式航线网络，洲际航线市场潜力较大。虽然疫情以来国际运力投放远低于常态时期，国际化转型进度暂缓，但公司管理层保持机队扩张速度，提升公司运力水平。
- **储备运力投放国际市场，重回高速增长轨道。**我们相信后续国际市场放开，公司将快速重启国际化战略，发挥管理灵活性优势，将储备运力由国内转投放至洲际航线，最大程度利用宽体客机运营洲际航线，运力供给快速响应需求曲线，国际市场超预期发展可期。同时，新增运力补充国内市场，实现国内、国际市场双边修复，航网密度与质量上升，盈利能力有望进一步增强。

图表 44: 公司国内地区分月可用座公里 (百万座公里) 及收入客公里 (百万客公里)



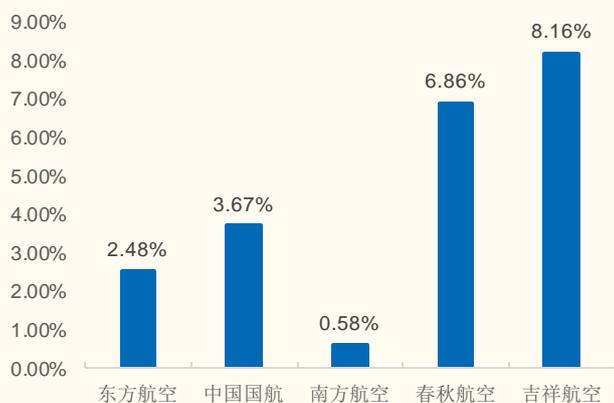
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 45: 公司国际地区分月可用座公里 (百万座公里) 及收入客公里 (百万客公里)



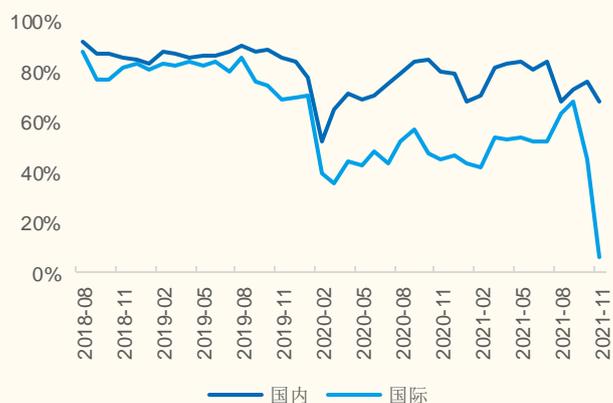
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 46: 2021 年各公司机队增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 47: 公司按地区分月客座率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

■ 收入端根据业务地区进行拆分:

- **1) 国内地区:** 国内疫情防控有效, 疫苗推广及相关药物投放力度较大, 零星聚集性疫情对国内航线扰动逐渐缩小, 居民出行意愿较疫情期间明显上升, 且航空出行普及率有待进一步提升, 国内市场存量空间将进一步释放。公司“双品牌+双枢纽”经营策略有效覆盖我国各类出行人群, 预计 2021/2022/2023 年航线收入增速可达到 33.1%/45.4%/19.2%。
- **2) 国际地区及港澳台地区:** 2021 年国际地区恢复有限, 未来考虑到各国开始实行疫苗互认及疫苗护照, 逐步放宽入境隔离限制, 国际航线有望快速恢复, 公司运力投放与市场曲线结合, 供需不平衡催化客座率迅速回温, 国际地区盈利能力将有所修复, 预计 2021/2022/2023 年国际地区航线收入增速可达 6.0%/13.6%/8.4%, 港澳台地区增速为 11.5%/8.8%/3.8%。
- **3) 其他业务:** 对公司营收影响较小, 2021 年恢复至近三年平均水平后保持。

整体来看, 公司 2021-2023 年可用座公里分别提升 12.2%、10.0%、9.9%, 客座率分别为 78.74%、80.33%、83.57%, 客公里收益分别为 0.40 元、0.42 元、0.43 元。

图表 48: 预测营业收入拆分

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
可用座公里数 (百万人公里)							
-国内航线	26,610.3	29,839.0	33,297.3	29,353.9	38,453.6	44,990.8	49,489.8
yoy	0.0%	12.1%	11.6%	-11.8%	31.0%	17.0%	10.0%
-国际航线	4,484.9	4,451.2	6,875.6	1,661.1	1,794.0	2,188.6	2,516.9
yoy	0.0%	-0.8%	54.5%	-75.8%	8.0%	22.0%	15.0%
-地区航线	433.7	521.9	624.0	151.7	163.8	213.0	234.3
yoy	0.0%	20.3%	19.6%	-75.7%	8.0%	30.0%	10.0%
可用座公里合计	31,528.9	34,812.2	40,796.9	31,166.7	40,411.5	47,392.4	52,241.1
yoy		11.1%	6.7%	2.1%	12.2%	10.0%	9.9%
客座率 (%)							
-国内航线	87.54%	86.78%	86.60%	76.44%	79.94%	81.30%	84.26%
-国际航线	83.50%	82.76%	78.96%	56.54%	56.02%	63.37%	72.73%
-地区航线	85.64%	84.91%	80.99%	38.53%	46.38%	48.52%	54.70%
客座率合计	86.94%	86.24%	85.23%	75.19%	78.74%	80.33%	83.57%
客公里收入 (元)							
-国内航线	0.44	0.46	0.46	0.37	0.36	0.44	0.46
-国际航线	0.45	0.55	0.54	1.72	1.70	1.40	1.15
-地区航线	0.62	0.64	0.67	1.17	1.00	0.80	0.67
客公里收入合计	0.45	0.47	0.48	0.43	0.40	0.42	0.43
营业收入拆分 (百万元)							

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
-国内航线收入	10,304.4	11,899.4	13,320.8	8,315.1	11,065.9	16,094.7	19,182.0
yoy		15.5%	11.9%	-37.6%	33.1%	45.4%	19.2%
-国际航线收入	1,698.7	2,015.4	2,919.2	1,611.9	1,708.5	1,941.6	2,105.3
yoy		18.6%	44.8%	-44.8%	6.0%	13.6%	8.4%
-港澳台地区航线收入	229.1	282.8	336.6	68.2	76.0	82.7	85.9
yoy		23.4%	19.0%	-79.7%	11.5%	8.8%	3.8%
其他业务收入	179.9	168.5	173.6	106.5	149.5	149.5	149.5
yoy		-6.4%	3.0%	-38.7%	40.4%	0.0%	0.0%
营业收入合计	12,411.7	14,366.2	16,749.4	10,101.6	12,850.3	18,119.0	21,373.1
yoy		15.7%	16.6%	-39.7%	27.2%	41.0%	18.0%

来源：国金证券研究所

- 成本端：单位营业成本 2021-2023 年分别为 0.314、0.327、0.336 增速达到 23.7%、22.2%、13.4%，依公司成本结构进行拆分，主要费用假设如下：
 - 1) 航油成本：随航线增加及运营逐渐恢复常态，单位航油成本趋近疫情前水平，预计 2021-2023 年单位航油成本分别为 0.085 元、0.104 元、0.108 元；
 - 2) 人力费用：公司员工数量保持稳定，航线运营恢复，单位成本下降明显，预计未来三年单位人工成本稳定在 0.068 元、0.064 元、0.062 元；
 - 3) 租赁及折旧费用：公司保持机队扩张速度，且航线增加情况计算，单位折旧租赁费用逐渐缓和，预计 2021-2023 年分别为 0.076 元、0.071 元、0.071 元；
 - 4) 起降服务费：随航线增加及机场收费政策估计，预计 2021-2023 年分别为 0.047 元、0.049 元、0.049 元。

图表 49：预测营业成本拆分

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
单位航油成本（元）	0.091	0.114	0.107	0.070	0.085	0.104	0.108
单位人力成本（元）	0.066	0.072	0.072	0.080	0.068	0.064	0.062
单位折旧租赁费用（元）	0.057	0.061	0.063	0.089	0.076	0.071	0.071
单位起降费用（元）	0.044	0.049	0.055	0.049	0.047	0.049	0.049
单位维修费用（元）	0.017	0.016	0.021	0.017	0.014	0.013	0.014
座公里成本（元）	0.311	0.350	0.352	0.329	0.314	0.327	0.336
营业成本（百万元）	9,858.80	12,208.01	14,400.41	10,273.25	12,705.06	15,525.81	17,604.47
yoy		23.8%	18.0%	-28.7%	23.7%	22.2%	13.4%

来源：国金证券研究所

5.2 投资建议与估值

- 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为-0.11 元、0.60 元、0.90 元，我们认为公司双品牌、双枢纽运营战略有效扩宽客群覆盖和增加航线资源，同时贯彻最优成本结构理念，随着后疫情时代航空市场景气度上升，公司盈利能力有望加速修复。给予公司 30 倍 PE 估值，对应 2022 年目标价 18 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 50: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			19A	20A	21E	22E	23E	19A	20A	21E	22E	23E
601021.SH	春秋航空	52.13	2.01	-0.64	0.39	1.97	2.81	26	N/A	132	26	19
600029.SH	南方航空	6.20	0.16	-0.64	-0.36	0.23	0.46	35	N/A	N/A	27	14
601111.SH	中国国航	8.46	0.44	-0.99	-0.63	0.23	0.59	16	N/A	N/A	37	14
600115.SH	中国东航	4.76	0.17	-0.63	-0.43	0.17	0.39	24	N/A	N/A	28	12
平均值											30	15
603885.SH	吉祥航空	15.35	0.51	-0.24	-0.11	0.60	0.90	30	N/A	N/A	26	17

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 盈利预测取 wind 一致预期

六、风险提示

航油价格大幅上涨风险。航油成本占公司主营业务成本达 21.22%，若未来出现航油价格大幅上升，则会对公司业绩造成较大影响。

新一轮疫情暴发风险。公司航线运营取决于各地人员流动管理措施，若新一轮疫情暴发，各地政府限制跨省市出行，出行意愿降低，导致公司航线被迫取消，盈利能力将严重受损。

人民币汇率波动风险。截至 2021 年 6 月 30 日，公司美元债务余额约 17.39 亿美元，若人民币汇率大幅贬值，公司净利润将大幅受损。

国际航线开通可能低于预期。公司未来的业务增长部分来自于国际航线重新开通，若国际地区恢复低于预期，公司盈利能力将严重受损。

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	14,366	16,749	10,102	12,850	18,119	21,373	货币资金	1,825	1,622	1,833	2,816	3,307	3,417
增长率	16.6%	-39.7%	27.2%	41.0%	18.0%		应收款项	2,406	1,747	1,703	1,957	2,681	3,045
主营业务成本	-12,208	-14,400	-10,273	-12,705	-15,526	-17,604	存货	144	198	207	230	272	299
%销售收入	85.0%	86.0%	101.7%	98.9%	85.7%	82.4%	其他流动资产	943	1,079	576	532	733	973
毛利	2,158	2,349	-172	145	2,593	3,769	流动资产	5,318	4,646	4,318	5,535	6,993	7,734
%销售收入	15.0%	14.0%	n.a	1.1%	14.3%	17.6%	%总资产	24.8%	14.0%	13.4%	12.8%	12.0%	12.8%
营业税金及附加	-12	-10	-5	-6	-9	-11	长期投资	144	6,792	5,394	5,446	5,498	5,551
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	14,899	19,512	20,307	15,769	16,422	17,309
销售费用	-598	-676	-425	-463	-689	-812	%总资产	69.4%	58.9%	62.9%	36.5%	28.3%	28.6%
%销售收入	4.2%	4.0%	4.2%	3.6%	3.8%	3.8%	无形资产	1,036	1,383	2,097	2,138	2,271	2,293
管理费用	-416	-448	-456	-450	-580	-684	非流动资产	16,137	28,492	27,990	37,695	51,107	52,838
%销售收入	2.9%	2.7%	4.5%	3.5%	3.2%	3.2%	%总资产	75.2%	86.0%	86.6%	87.2%	88.0%	87.2%
研发费用	-7	-55	-49	-64	-72	-85	资产总计	21,455	33,138	32,308	43,231	58,100	60,573
%销售收入	0.0%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	短期借款	5,628	6,084	8,371	10,059	10,569	10,520
息税前利润 (EBIT)	1,125	1,160	-1,106	-838	1,243	2,176	应付款项	1,506	1,806	1,806	1,835	2,130	2,352
%销售收入	7.8%	6.9%	n.a	n.a	6.9%	10.2%	其他流动负债	1,461	1,935	1,169	1,123	1,546	1,825
财务费用	-273	-340	-375	113	-227	-400	流动负债	8,595	9,825	11,346	13,017	14,246	14,697
%销售收入	1.9%	2.0%	3.7%	-0.9%	1.3%	1.9%	长期贷款	2,023	6,912	6,019	5,819	6,319	6,819
资产减值损失	-4	5	7	0	0	0	其他长期负债	1,237	3,457	4,059	13,924	26,027	25,977
公允价值变动收益	1	-10	-5	0	0	0	负债	11,855	20,194	21,424	32,760	46,592	47,492
投资收益	196	0	88	0	20	20	普通股股东权益	9,429	12,899	10,851	10,437	11,475	13,048
%税前利润	11.6%	0.0%	-13.6%	0.0%	1.3%	0.8%	其中：股本	1,797	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
营业利润	1,541	1,287	-749	-290	1,466	2,271	未分配利润	3,808	5,106	4,460	4,046	5,031	6,604
营业利润率	10.7%	7.7%	n.a	n.a	8.1%	10.6%	少数股东权益	171	45	33	33	33	33
营业外收支	151	110	103	1	110	88	负债股东权益合计	21,455	33,138	32,308	43,231	58,100	60,573
税前利润	1,693	1,397	-646	-289	1,576	2,359	比率分析						
利润率	11.8%	8.3%	n.a	n.a	8.7%	11.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-453	-385	161	72	-394	-590	每股指标						
所得税率	26.8%	27.6%	n.a	n.a	25.0%	25.0%	每股收益	0.686	0.506	-0.241	-0.110	0.601	0.900
净利润	1,240	1,012	-485	-217	1,182	1,769	每股净资产	5.247	6.561	5.519	5.309	5.836	6.636
少数股东损益	7	18	-12	0	0	0	每股经营现金净流	1.085	1.387	0.305	0.328	1.746	2.295
归属于母公司的净利润	1,233	994	-474	-217	1,182	1,769	每股股利	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	8.6%	5.9%	n.a	n.a	6.5%	8.3%	回报率						
							净资产收益率	13.08%	7.71%	-4.37%	-2.08%	10.30%	13.56%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.75%	3.00%	-1.47%	-0.50%	2.03%	2.92%
							投入资本收益率	4.78%	3.24%	-3.29%	-2.38%	3.28%	5.37%
净利润	1,240	1,012	-485	-217	1,182	1,769	增长率						
少数股东损益	7	18	-12	0	0	0	主营业务收入增长率	15.75%	16.59%	-39.69%	27.21%	41.00%	17.96%
非现金支出	771	823	1,014	1,239	1,960	2,432	EBIT增长率	-30.15%	3.03%	-195.39%	-24.26%	-248.41%	75.04%
非经营收益	59	344	108	288	538	443	净利润增长率	-6.99%	-19.34%	-147.64%	-54.17%	N/A	49.66%
营运资金变动	-121	548	-37	-665	-248	-131	总资产增长率	6.02%	54.45%	-2.50%	33.81%	34.40%	4.26%
经营活动现金净流	1,949	2,727	599	645	3,433	4,513	资产管理能力						
资本开支	-4,773	-2,991	-568	3,708	-1,400	-1,612	应收账款周转天数	8.0	9.8	19.0	16.6	16.0	15.0
投资	239	-6,561	-93	-52	-52	-53	存货周转天数	3.5	4.3	7.2	6.6	6.4	6.2
其他	4	18	71	0	20	20	应付账款周转天数	30.3	29.7	40.5	38.0	36.0	35.0
投资活动现金净流	-4,530	-9,534	-590	3,656	-1,432	-1,645	固定资产周转天数	249.9	291.6	516.3	271.3	199.5	177.5
股权募资	0	3,091	0	0	52	0	偿债能力						
债权募资	2,873	5,163	1,552	-2,142	996	450	净负债/股东权益	60.32%	87.00%	114.03%	123.36%	116.75%	105.32%
其他	-827	-1,540	-1,328	-521	-675	-757	EBIT利息保障倍数	4.1	3.4	-2.9	7.4	5.5	5.4
筹资活动现金净流	2,045	6,713	224	-2,662	372	-307	资产负债率	55.25%	60.94%	66.31%	75.78%	80.19%	78.40%
现金净流量	-535	-94	233	1,638	2,373	2,561							

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	5	14	38	48	71
增持	2	2	8	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.29	1.13	1.17	1.19	1.00

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。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402