

吉祥航空(603885)深度研究报告

跨出舒适圈，拥抱大未来

- ❖ **公司差异化战略：最优成本+灵活定价=“超预期”性价比。**1) **全服务品质下的最优成本。**2018年吉祥航空单位座公里成本0.35元，较春秋航空高出15%，但较三大航均值低16%。细项来看，a) 统一机型+主基地运营对折旧(租赁)、维修、其他成本等可节省6%左右，b) 新机型节油+精细化管理使得单位油耗低于三大航20%，可节省航油成本6%，c) 高飞机利用率，10.06小时高出三大航3-7%可摊薄固定成本，节省2%，d) 餐食服务凭借优化采购省去1-2%。2) **最优成本推动灵活定价。**18年吉祥航空票价水平低于三大航均值10%，价格优势也带来了高客座率，公司18年客座率86.2%，领先三大航4-5个百分点。3) **公司优势：深耕上海，打造精品航线。**客运量占上海8.3%，牢牢以上海为主基地，南京为辅基地，提升华东影响力。九元则在广州发展低成本。
- ❖ **“联姻”东航+运营787：跨出“舒适圈”，拥抱大未来。**我们认为这两大举措反映了公司对上海市场未来的两大战略判断：其一是世界级枢纽化运营，其二是宽体机国际线是未来。1) **联手东航：上海市场的未来是枢纽。**海外经验表明枢纽机场的发展必然是向基地航空集中，份额的提升也将助航司价格水平提升。根据披露计划，吉祥与均瑶集团将合计持有东方航空不超过10%股权，而东航产投将持有吉祥15%股权(目前已持有其中的7%)。一旦落地双方合计份额超过50%，未来有助于双方开设更多空中快线，吸引商务客源，同时在价格稳定，飞机维护等均有深化合作空间，也将共同做大做强上海市场。2) **运营787：上海市场的未来在国际。**a) 从世界级枢纽的发展来看，国际线+宽体机是必选项。拥有宽体机，方可拥抱上海市场未来。b) **公司787能否运营见效？宽体机的运营压力来自于成本高，飞机利用率成为能否降低成本的关键。评估公司首条洲际线：上海-赫尔辛基。**我们测算其单位座公里成本约0.24元，假设客座率80%的情况下，单位客公里成本约0.3元，相当于票价2200元左右，可实现单程盈亏平衡。假设787全部折旧计在内，对应机票价格在2900元左右可保本。c) **跨出舒适圈，是公司的战略突围。**新国际航权打分原则下，拥有宽体机及洲际航线的公司或将成为未来上海国际市场重要参与者。
- ❖ **为什么投资吉祥航空？**1) **我们看好行业发展潜力，**人均0.44次的出行空间依旧巨大。2) **我们看好公司运营品质。**增速角度15-18年公司加权机队、客运量、收入复合增速均21%，超过春秋与三大航。19年上半年公司旅客人数增速19.3%，远超行业的8.1%。**利润角度，**尽管18年利润下滑，但较15年增长18%，春秋增长13%，三大航中仅国航增长(油汇大幅波动影响)。3) **公司受外部因素影响相对较弱。**汇率敏感性仅300万元，油价因更高的燃油附加费覆盖比例以及不断降低的单位油耗削弱敏感性；**补贴占利润总额比重看吉祥行业内仅高于国航，远低于春秋。**4) **看好公司业绩拐点将至。**我们认为787成本的拖累将会收窄，业绩拐点将至。5) **盈利预测：**我们预计2019-21年公司实现利润分别为15.4、17.8及22.7亿元(较此前盈利预测分别小幅下调7%、9%及10%)，考虑非公开发行全面摊薄后对应PE分别为17.8、15.3及12倍PE，给予公司2020年18-20倍PE，对应股价16.4-18.2元，预期较现价21-34%的空间。强调“强推”评级。
- ❖ **风险提示：行业运力增速过快，油价大幅上涨，经济大幅下滑，补贴减少。**

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	14,366	16,924	20,237	24,351
同比增速(%)	15.7%	17.8%	19.6%	20.3%
归母净利润(百万)	1,233	1,538	1,783	2,270
同比增速(%)	-7.0%	24.7%	16.0%	27.3%
每股盈利(元)	0.69	0.86	0.99	1.26
市盈率(倍)	19.7	15.8	13.6	10.7
市净率(倍)	2.6	2.2	2.0	1.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年7月19日收盘价

强推(维持)

目标价区间：16.4-18.2元

当前价：13.49元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539
邮箱：wuyifan@hcyjs.com
执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552
邮箱：liuyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538
邮箱：wangkai@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	179,701
已上市流通股(万股)	179,701
总市值(亿元)	242.42
流通市值(亿元)	242.42
资产负债率(%)	57.2
每股净资产(元)	5.5
12个月内最高/最低价	17.8/10.64

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《吉祥航空(603885)2018年三季度报点评：业绩同比提升15.3%，扣非净利增长11%，提收益+控成本助力公司克服油价上涨压力，强调“强推”评级》

2018-10-19

《吉祥航空(603885)非公开发行点评：拟向东航产投非公开发行，双方做大做强上海市场更下一城》

2018-11-12

《吉祥航空(603885)2018年报点评：787初投放，收益品质高于同行，成本制约料将随时间而消化》

2019-04-12

目录

一、公司差异化战略：最优成本+灵活定价=“超预期”性价比	5
（一）最优成本结构+全服务品质	5
（二）最优成本推动灵活定价	10
（三）公司优势：深耕上海，打造精品航线	13
1、上海市场：经济实力+区位优势造就超级枢纽	13
2、稀缺时刻资源增厚航线价值	16
附：吉祥航空航线网络布局	17
二、“联姻”东航+运营 787：跨出“舒适圈”，拥抱大未来	18
（一）联手东航：上海市场的未来是枢纽	18
1、美国经验看：枢纽基地与基地航空相互成就	18
2、“联姻”东航，做大做强	20
（二）运营 787：上海市场的未来在国际	22
1、拥有宽体机，方可拥抱上海市场未来	22
2、公司 787 能否运营见效？	23
3、评估公司首条洲际线：上海-赫尔辛基	25
4、跨出舒适圈，是公司的战略突围	26
三、为什么投资吉祥航空？	27
（一）看好行业发展潜力	27
（二）看好公司经营品质	30
（三）公司受外部因素影响相对较弱	32
（四）看好公司业绩拐点将至	33
四、风险提示	33

图表目录

图表 1	吉祥与春秋及三大航单位座公里成本比较	6
图表 2	吉祥航空成本构成	6
图表 3	吉祥与春秋及三大航成本构成比较	6
图表 4	2018 年吉祥与春秋及三大航成本细项比较	7
图表 5	吉祥与春秋及三大航成本细项比较	7
图表 6	吉祥与春秋及三大航日利用小时比较	8
图表 7	2018 年航空公司日利用小时	8
图表 8	单位油耗比较	9
图表 9	吉祥与三大航相比成本节省分布	9
图表 10	吉祥与三大航相比成本节省分布	9
图表 11	2014-18 年航空公司客公里收入水平比较	10
图表 12	2014-18 年航空公司客公里收入水平比较	10
图表 13	2014-18 年航空公司客座率水平比较	11
图表 14	2014-18 年航空公司客座率水平比较	12
图表 15	2018 年吉祥与其他公司收益水平比较	12
图表 16	吉祥航空提价幅度高于同行	12
图表 17	吉祥航空部分提价航线	13
图表 18	长三角与京津冀、珠三角城市群对比	13
图表 19	星巴克门店数量排名	14
图表 20	奢侈品牌门店数量排名	15
图表 21	三大机场群对比	15
图表 22	长三角机场群旅客吞吐量分布	16
图表 23	重要枢纽机场座收水平情况	16
图表 24	起飞时刻-平均折扣水平	17
图表 25	分等级航线折扣水平	17
图表 26	公司机场布局（按航班量计）	17
图表 27	航空公司时刻	18
图表 28	中国上市航企份额	19
图表 29	美国四大航份额占比	19
图表 30	我国三大航客公里收益水平（元）	19
图表 31	美国四大航收益变化（营业收入/ASM）	19
图表 32	亚特兰大机场各航司份额	20

图表 33	达拉斯机场各航司份额	20
图表 34	达美航空在亚特兰大机场份额变化	20
图表 35	美航在迈阿密机场份额变化	20
图表 36	吉祥参与东航 A 股增发	21
图表 37	东航及吉祥 TOP10 航线	22
图表 38	不同机型长短途座公里成本比较	23
图表 39	不同机型收费标准比较	23
图表 40	不同机型长短途成本比较	24
图表 41	上海-赫尔辛基单程测算	25
图表 42	吉祥单位座公里成本	26
图表 43	吉祥单位座公里成本涨幅	26
图表 44	中国-伦敦航权分配	27
图表 45	2018 年，我国人均乘机次数仅为 0.44 次	28
图表 46	07-18 年民航客运周转量占比提升一倍多	28
图表 47	我国旅客人数增速	28
图表 48	2007-2018 客座率水平	28
图表 49	供需增速比较	29
图表 50	行业平均票价走势	29
图表 51	行业客运收入、人次及平均票价	29
图表 52	分等级机场时刻增速	30
图表 53	公司数据	31
图表 54	吉祥收入增速最快	31
图表 55	吉祥旅客增速超越行业	32
图表 56	2018 年补贴收入占扣汇利润总额比重	33
图表 57	吉祥与春秋补贴收入占利润总额比重	33

前言：

吉祥与春秋是经营战略截然不同的两家公司，但因同属民营，且机队规模相近，经常被市场放在一起比较，而今年以来，截止7月19日，春秋航空涨幅38%，吉祥仅涨幅7.7%，两者市值差距较大，春秋402亿，而吉祥仅242亿（考虑增发后273亿左右），市值差距超过50%的背后更多是估值的显著差异。

我们分析形成差异的原因：

1) 春秋低成本航空龙头标签的估值溢价。过去市场普遍认为春秋具备低成本航空龙头标签，战略清晰，而吉祥在定位以及经营策略中仿佛介于低成本与全服务之间（双牌照运营），差异化不十分明显。

2) 吉祥运营787宽体机是否能成功的估值折价。公司18年下半年引入787宽体机，上半年只能执飞国内航线，并压低了飞机利用率，导致单位成本上升，带来财务压力。

3) 对公司需求与上海市场供给能否匹配的疑虑。春秋不断拓展新的基地，“稀释”上海在自身的占比，而吉祥牢牢守住上海，并辅以南京，上海市场是否能继续满足吉祥的时刻需求，或吉祥是否难以走出上海？

上述因素或构成了吉祥与春秋上市以来的估值差距，而我们持续跟踪与观察吉祥航空的战略以及经营策略后，我们认为吉祥有自己的战略定位并努力践行，同时公司是一个勇于跨出舒适圈的公司，而这步跨出迎来的是实际上是将拥抱更大的未来。

一、公司差异化战略：最优成本+灵活定价=“超预期”性价比

（一）最优成本结构+全服务品质

公司拥有吉祥航空（全服务航空）以及九元航空（低成本航空）两家客运公司，截止18年底吉祥拥有机队73架，子公司九元航空机队17架，合计90架。

最优成本结构：单位成本较三大航低近两成

2018年吉祥航空单位座公里成本0.35元，较春秋航空高出15%，但较三大航均值低16%，其中单位扣油成本与航油成本较三大航分别低15%及18%，较春秋高18%及10%。

16-18年吉祥航空单位座公里成本均值0.32元，较春秋高11%，较三大航低20%。其中单位扣油成本较春秋高13%，较三大航低20%。

公司在单位座公里成本较大航优势有所削减系因公司18Q4公司787飞机初投入，日利用小时不足9小时，单位成本未有效摊薄所导致。

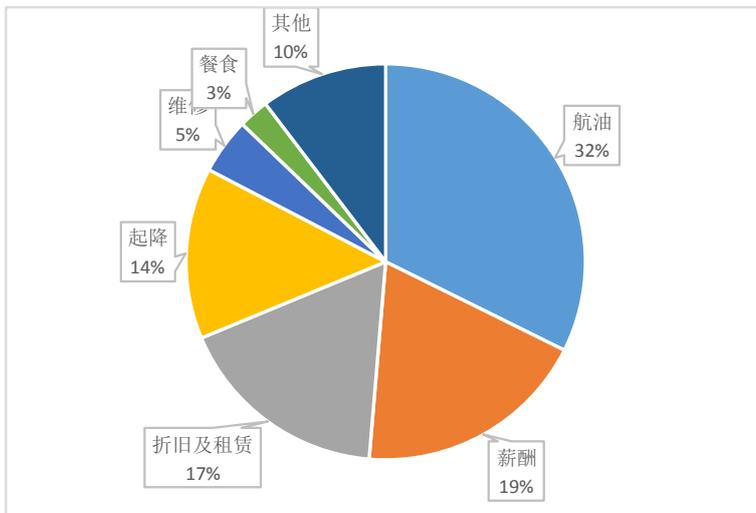
图表 1 吉祥与春秋及三大航单位座公里成本比较

2018	营业成本	航油成本	扣油成本	2016-18均值	营业成本	航油成本	扣油成本
吉祥	0.35	0.11	0.24	吉祥	0.32	0.09	0.23
春秋	0.30	0.10	0.20	春秋	0.29	0.09	0.20
三大航均值	0.42	0.14	0.28	三大航均值	0.40	0.12	0.28
国航	0.42	0.14	0.28	国航	0.40	0.12	0.28
东航	0.42	0.14	0.28	东航	0.41	0.11	0.29
南航	0.41	0.14	0.27	南航	0.39	0.11	0.28
相对春秋	15%	10%	18%	相对春秋	11%	8%	13%
相对三大航均值	-16%	-18%	-15%	相对三大航均值	-20%	-19%	-20%
相对国航	-17%	-19%	-15%	相对国航	-20%	-20%	-19%
相对东航	-16%	-17%	-16%	相对东航	-21%	-19%	-22%
相对南航	-14%	-17%	-13%	相对南航	-19%	-19%	-19%

资料来源：公司公告、华创证券

从成本结构看：

吉祥航空 2018 年航油、薪酬以及折旧租赁为前三大成本项，分别占比 32%、19%及 17%，与三大航结构基本一致。公司因吉祥本部并非廉航，故相应餐食成本占比 2%，而春秋则为 0。

图表 2 吉祥航空成本构成


资料来源：公司公告、华创证券

图表 3 吉祥与春秋及三大航成本构成比较

	航油	薪酬	折旧及租赁	起降	维修	餐食	其他
吉祥	32%	19%	17%	14%	5%	2%	10%
春秋	34%	19%	15%	16%	4%	0%	11%
三大航均值	33%	16%	18%	14%	5%	3%	11%

资料来源：公司公告、华创证券

细项比较：我们以 2018 年数据做比较

吉祥航空 VS 三大航：单位座公里扣油成本低 15%。

其中单位餐食、单位维修较三大航分别低 34% 及 28%，单位折旧（租赁）及起降分别比三大航低 17% 及 13%，包含民航发展基金在内的其他单位成本低 21%，单位薪酬相较三大航基本相同。

吉祥航空 VS 春秋航空：除去座位数加密因素外，双方基本接近。

单位座公里扣油成本高 18%，其中单位折旧（租赁）高出 32%，我们认为系因公司引进宽体机 787 初期利用率不高导致，单位维修及薪酬高出 19% 及 14%，但单位起降略低于春秋。

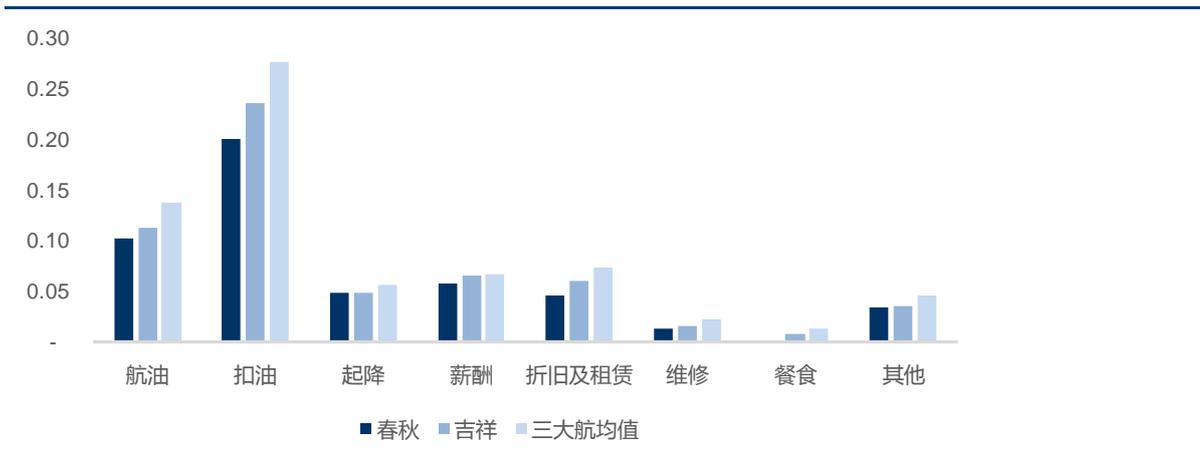
因春秋航空座位数的改造，多于吉祥，故我们理解，除去因座位数加密导致的成本摊薄因素外，公司与春秋的成本水平基本接近。

图表 4 2018 年吉祥与春秋及三大航成本细项比较

	座公里成本	航油	扣油	起降	薪酬	折旧及租赁	维修	餐食	其他
吉祥	0.35	0.11	0.24	0.05	0.07	0.06	0.02	0.01	0.04
占比		32%		14%	19%	17%	5%	2%	10%
春秋	0.30	0.10	0.20	0.05	0.06	0.05	0.01	-	0.03
三大航均值	0.42	0.14	0.28	0.06	0.07	0.07	0.02	0.01	0.05
国航	0.42	0.14	0.28	0.06	0.07	0.08	0.02	0.01	0.04
东航	0.42	0.14	0.28	0.06	0.07	0.07	0.02	0.01	0.05
南航	0.41	0.14	0.27	0.05	0.06	0.07	0.03	0.01	0.05
相对春秋	15%	10%	18%	-1%	14%	32%	19%		6%
相对三大航均值	-16%	-18%	-15%	-13%	-1%	-17%	-28%	-34%	-21%
相对国航	-17%	-19%	-15%	-13%	-3%	-21%	-34%	-37%	-11%
相对东航	-16%	-17%	-16%	-19%	-8%	-16%	4%	-37%	-22%
相对南航	-14%	-17%	-13%	-5%	9%	-14%	-40%	-27%	-29%

资料来源：公司公告、华创证券

图表 5 吉祥与春秋及三大航成本细项比较



资料来源：公司公告、华创证券

我们归纳公司相较于大航所具备的成本优势来源：

1) **餐饮服务**：因公司对采购环节的优化，省去 1% 的成本。

2) **相对统一机型+主基地模式降低采购租赁、维修、及其他等成本，节省 6% 左右。**

吉祥航空相对统一机型（吉祥 A320 系列为主，九元纯 737 系列机队），可通过集中采购来降低飞机购买和租赁成本、在航材采购方面公司可以避免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；

在人员培训方面，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；

维修成本方面：因公司 90 架飞机平均机龄为 4.53 年，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，显著降低飞机维护维修成本

主基地模式：一方面减少在基地机场以外建立其他营运基地所产生的成本开支；另一方面可在公司现有有机队规模的基础上最大效能地提高飞机营运效率、降低维护成本，从而有效减少飞机单位营运时间内的固定成本。

我们观察公司单位折旧（租赁）、维修与其他成本低于三大航均值 22%，考虑占比约 32%，相当于较三大航节省 6% 左右的成本。

3) **高飞机利用率：节省 2% 左右。**

公司机龄年轻，出勤率高，主基地运营模式，编排航线更紧凑，使得飞机资产有更高的运行效率。

2018 年吉祥飞机日利用率 10.06，其中窄体机 10.59，宽体机 8.7 小时，而南航、国航、东航分别为 9.73、9.53 及 9.43 个小时，因此吉祥日利用率高出三大航 3-7%，较春秋低 10%。

单纯从窄体机角度，公司利用率低春秋不到 4%（九元 737 与春秋 A320 相比则差异仅 3%），而高出三大航在 10% 之上，18 年因宽体机尚未提升利用小时，拖累整体利用率，预计在公司 19 年 6 月 28 号执飞洲际航线，上海-赫尔辛基后，宽体机利用率将达到 12 小时之上。

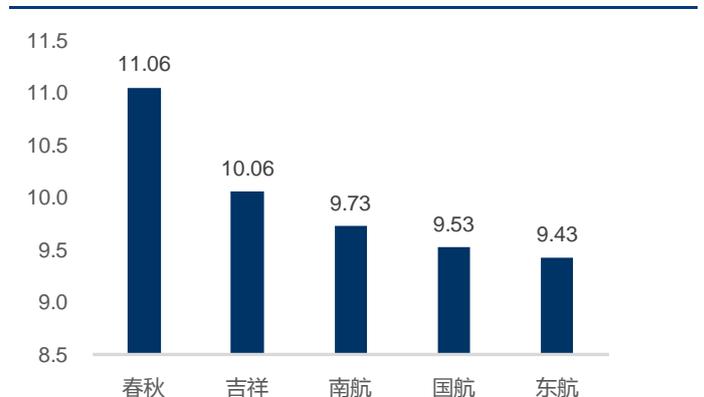
因固定成本占比约三分之一，故因高日利用率带来 2% 左右的成本优势。

图表 6 吉祥与春秋及三大航日利用小时比较

	吉祥	春秋	南航	国航	东航
整体	10.06	11.06	9.73	9.53	9.43
A320	10.59	11.06	9.7	9.14	9.44
B737	10.67		9.4	8.92	8.53
宽体	8.71		11.2	11.07	11
吉祥VS		-9%	3%	6%	7%
320		-4%	9%	16%	12%
737			14%	20%	25%
宽体			-22%	-21%	-21%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 7 2018 年航空公司日利用小时



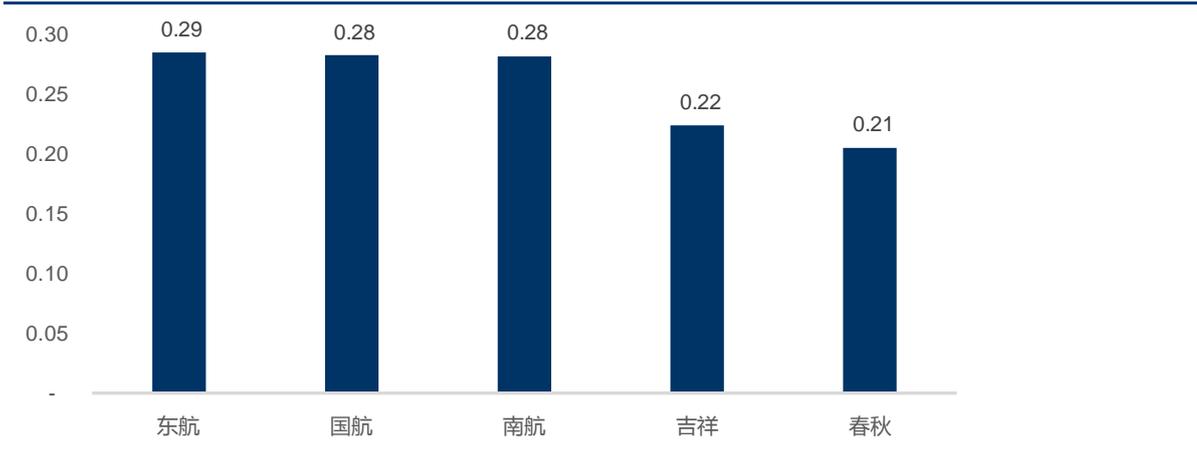
资料来源：公司公告，华创证券

4) 油耗: 节省 6%左右

公司采用了飞行计划系统、航班监管系统、航油计划系统及地面控制数据链等多项先进信息化管理手段, 在充分考虑突发情况、备降油耗等安全冗余的基础上, 精确规划飞机载油量。

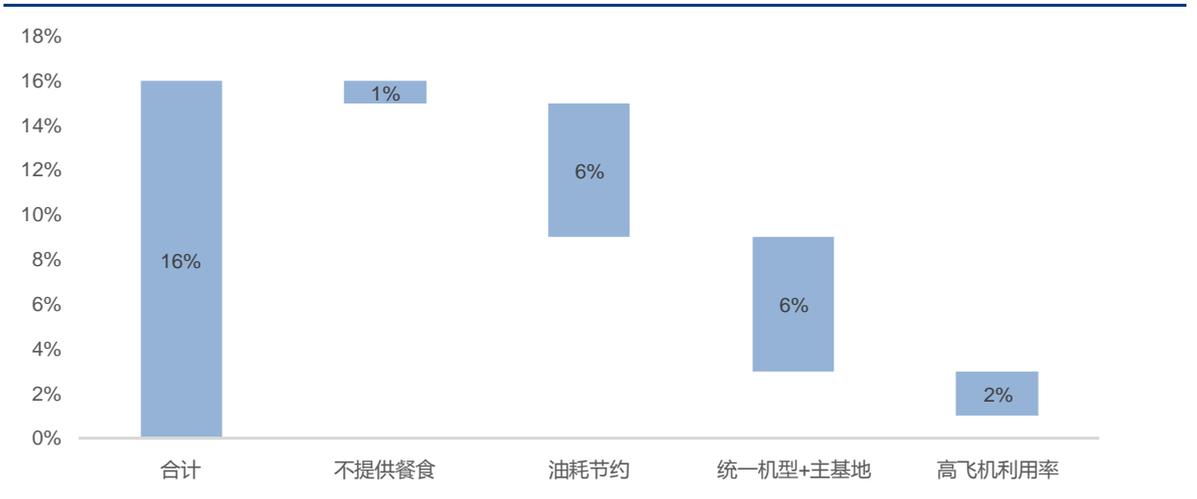
公司 2018 年油耗 78 万吨, 合单位座公里油耗 0.22 吨, 相较三大航低约 20%, 考虑燃油成本占比 30%, 该部分节省 6%。(注: 比春秋高出约 9%)

图表 8 单位油耗比较



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 9 吉祥与三大航相比成本节省分布



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 10 吉祥与三大航相比成本节省分布

项目	原理	效果
餐食	公司采购优化	1-2%
油耗节约	新机型+精细化管理	6%
统一机型+主基地运营	集中采购以及维修可降低相关采购以及维护成本	6%
高飞机利用率	摊薄单位固定成本	2%

资料来源: 公司公告、华创证券

总结来看:

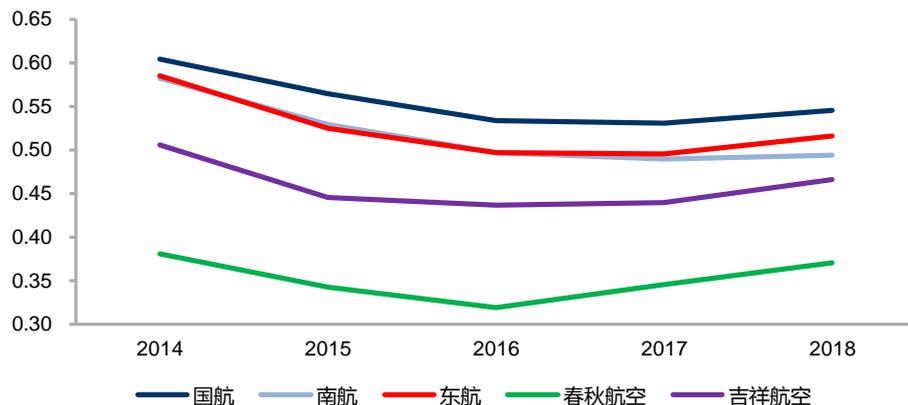
- a) 餐食服务: 省去 1-2% 的成本,
- b) 单位油耗: 节省 6%,
- c) 统一机型+主基地运营对折旧 (租赁)、维修等: 节省 6% 左右,
- d) 高飞机利用率: 节省 2% 左右。

(二) 最优成本推动灵活定价

吉祥航空本身并非廉价航空, 不以价格策略为竞争手段 (九元除外), 但公司因执行最优成本, 在运价制定上更有空间, 通常较主要竞争对手 (全服务航空, 三大航) 有一定的优惠幅度, 使之具备吸引力, 同时提供与全服务航空相同的服务体验, 由此带来性价比。

2018 年吉祥航空定价策略低于三大航均值 10%, 2015 年以来公司对三大航的价格差距在明显收窄, 从 17% 降至 10%。 (吉祥价格较春秋高出 26%)

图表 11 2014-18 年航空公司客公里收入水平比较



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 12 2014-18 年航空公司客公里收入水平比较

	2015	2016	2017	2018
客公里收入				
吉祥航空	0.446	0.437	0.440	0.466
春秋航空	0.342	0.319	0.346	0.370
三大航均值	0.540	0.509	0.505	0.519
相对春秋	31%	37%	27%	26%
相对三大航	-17%	-14%	-13%	-10%
单位营业成本				
相对春秋	6%	10%	8%	15%
相对三大航	-28%	-22%	-22%	-16%

资料来源: 公司公告, 华创证券

若区分不同机型来看

吉祥 A320 在 2016-18 年客公里收益分别为 0.46、0.47 及 0.5 元，2018 年同比提升 6.4%，

九元 737 在 16-18 年客公里收益分别为 0.32、0.34 及 0.36 元，2018 年同比提升 5.9%

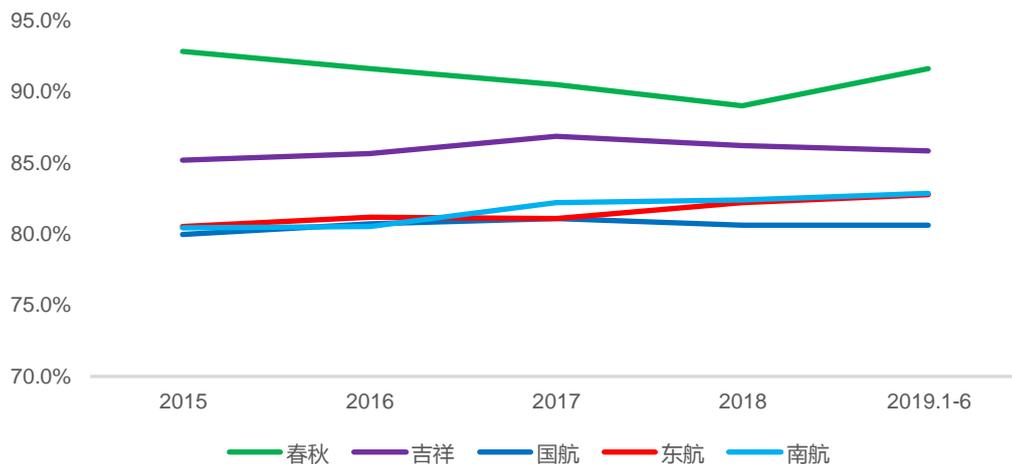
以公司 A320 客收与三大航相比，仅低 3.6%，以 737 与春秋相比，尚低 2.7%。

吉祥航空的价格与三大航整体差异并不大，反应上海市场的高收益，而九元弱于春秋，一方面广州码头不如上海，另一方面作为后来者，新开航线还需要培育市场。

价格优势+运营能力为公司带来了高于行业平均的客座率水平。

2015-18 年公司客座率维持在 85% 之上，领先大航在 4-5 个百分点左右，2018 年公司客座率 86.2%，落后春秋 2.8，领先三大航 4.5 个百分点，而到 2019 年 1-6 月，公司客座率 85.9%，领先三大航 3.8 个百分点，客座率领先幅度收窄来自于公司 18Q4 投放 787 后，以及 A321 的投放，座位数较原 A320 机队大幅提升。

图表 13 2014-18 年航空公司客座率水平比较



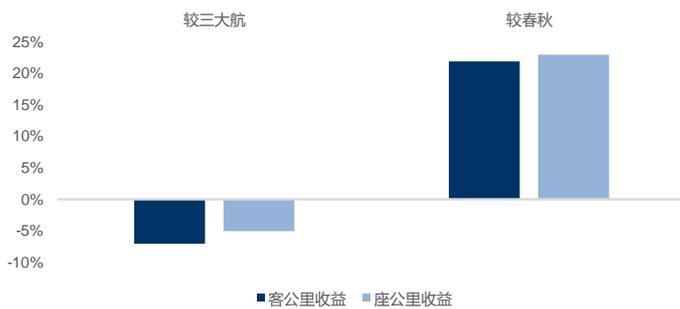
资料来源：公司公告、华创证券

图表 14 2014-18 年航空公司客座率水平比较

	2015	2016	2017	2018	2019.1-6
客座率					
吉祥	85.2%	85.7%	86.9%	86.2%	85.9%
春秋	92.8%	91.7%	90.6%	89.0%	91.7%
国航	79.9%	80.7%	81.1%	80.6%	80.6%
东航	80.5%	81.2%	81.1%	82.3%	82.8%
南航	80.5%	80.5%	82.2%	82.4%	82.9%
相较于春秋	-7.7%	-6.0%	-3.6%	-2.8%	-5.8%
相较于三大航均值	4.9%	4.9%	5.5%	4.5%	3.8%
客公里收入					
相较于春秋	31%	37%	27%	26%	
相对三大航	-17%	-14%	-13%	-10%	

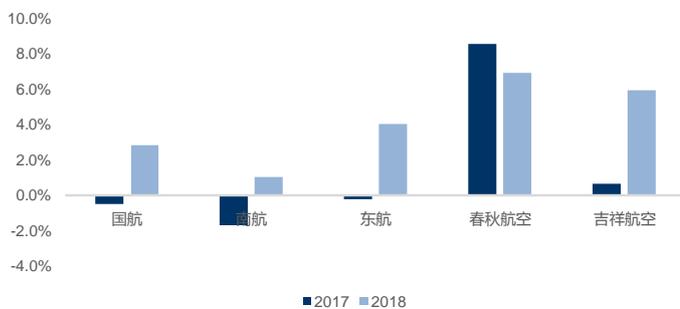
资料来源：公司公告、华创证券

高客座率水平使得公司座公里收益较三大航落后仅 5%，较春秋则高出 23% 左右。

图表 15 2018 年吉祥与其他公司收益水平比较


资料来源：公司公告、华创证券

随着公司品牌认知度的提升，以及 2018 年客运价格市场化的推动，公司的票价水平也得以提升，2018 年客收涨幅达到 6%，涨幅超过三大航，对于收益的提升非常显著。

图表 16 吉祥航空提价幅度高于同行


资料来源：公司公告、华创证券

图表 17 吉祥航空部分提价航线

		提价前	当前价格	提价幅度
上海	三亚	1990	2390	20.1%
上海	西安	1390	1670	20.1%
哈尔滨	上海	1810	2180	20.4%
上海	沈阳	1400	1690	20.7%
上海	深圳	1400	1690	20.7%
上海	青岛	1050	1260	20.0%
贵阳	上海	1690	1850	9.5%
昆明	上海	2340	2570	9.8%
成都	上海	1760	2120	20.5%
重庆	上海	1550	1870	20.6%
长春	上海	1690	1850	9.5%
长沙	上海	1380	1510	9.4%
大连	上海	1130	1360	20.4%
上海	珠海	1510	1820	20.5%

资料来源：公司官网、华创证券

（三）公司优势：深耕上海，打造精品航线

1. 上海市场：经济实力+区位优势造就超级枢纽

1) 独特区位造就超级枢纽

客流量充沛：上海作为国际特大型城市，长三角区域核心，2018 年上海两场旅客吞吐量突破 1.2 亿人次，超过首都机场近 20%。且旅客构成基本定型，航线网络基本搭建完毕，上海主基地已经成熟，无需为新开拓航线投入大量导入资源。

航程适中：地理位置位于亚欧美大三角航线端点，飞往欧洲和北美西海岸航行时间约为 10 小时左右，飞往亚洲主要城市时间在 2 至 5 小时，航程适中。

覆盖国内核心经济区：2 小时飞行圈资源丰富，涵盖中国 80% 的前 100 大城市、54% 的国土资源、90% 的人口、93% 的 GDP 产出地和东亚大部分地区

2) 强经济腹地，无明显分流

强大经济实力奠定上海客群的消费能力。

长三角是我国第一大经济引擎。以占全国 2.2% 的面积，11% 的人口，贡献了全国近 20% 的 GDP 总量、38% 的进出口总额以及 17% 的社零销售额。

图表 18 长三角与京津冀、珠三角城市群对比

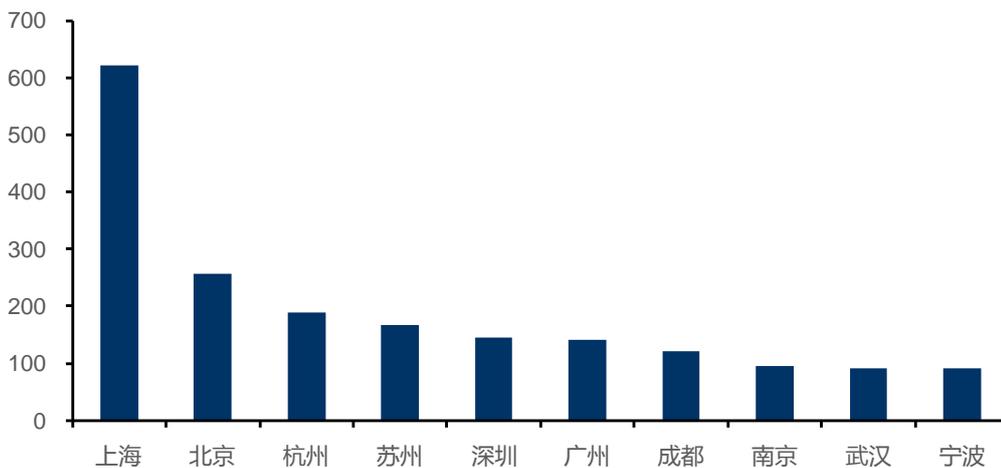
	长三角	京津冀	珠三角
总面积（万平方公里）	21.17	22.5	5.6
占全国比重	2.21%	2.34%	0.58%

	长三角	京津冀	珠三角
GDP (万亿元)	17.86	8.62	10.96
占全国比重	19.8%	9.57%	12.17%
人口 (亿人)	1.54	1.18	0.7
占全国比重	11.0%	8.46%	5.02%
人均 GDP	11.60	7.31	15.66 / 12.89
进出口总额 (亿元)	10.15	3.26	14.03 / 6.51
占全国比重	37.8%	12.17%	24.27%
社会消费品零售总额 (亿元)	6.39	3.32	3.18 / 2.73
占全国比重	17.4%	9.07%	7.46%
固定资产投资(万元)	9.13	5.26	2.55
占全国比重	14.5%	8.33%	4.03%

资料来源：Wind，国家统计局，华创证券（GDP 和人口数据为 18 年，其他为 17 年。珠三角部分数据前者为包含香港澳门数据，其他未列示均为仅内地城市数据。占比数据均不含香港澳门）

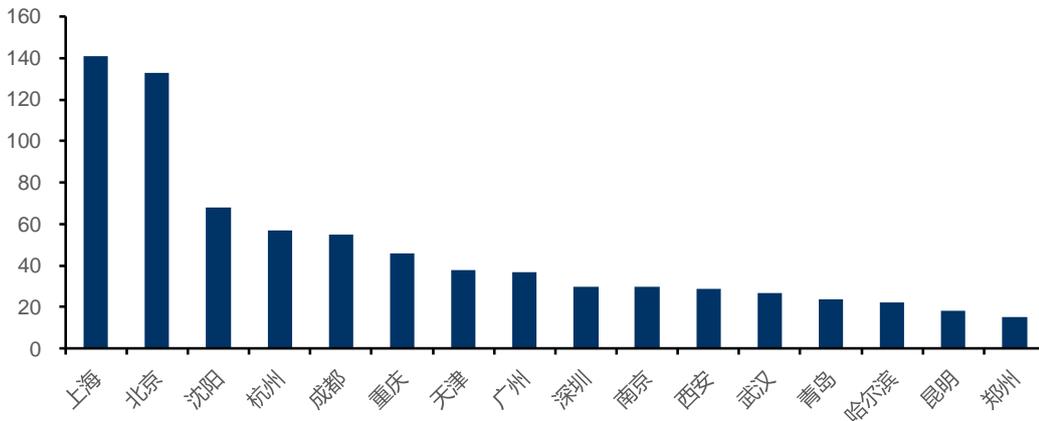
星巴克门店数量其开店数量可以作为衡量城市消费能力的可比指标。上海有超过 600 家星巴克门店，与伦敦、纽约全球最顶尖城市比肩。

图表 19 星巴克门店数量排名



资料来源：星巴克官网，华创证券

奢侈品门店数量：2017 年全球主要奢侈品牌门店数量排名，上海、北京远超其他城市。

图表 20 奢侈品牌门店数量排名


资料来源：贝恩咨询《2017年中国奢侈品市场研究》，华创证券

上海市场最为特殊的优势在于缺乏竞争的强区位优势，即华东地区无其他重要机场构成明显出境分流。

浦东与虹桥合并来看共占长三角的 51%，从出境角度看，仅浦东机场接近 3800 万出境旅客遥遥领先周边其他机场（2018 年杭州约 550 万、南京约 340 万、宁波约 136 万、合肥约 60 万）。

枢纽机场的发展正得益于所在区域经济和消费活力。从旅客吞吐量、起降架次和货邮吞吐量三大指标来看，除货邮吞吐量低于依托香港机场全球第一大货邮机场的珠三角外，其他指标长三角机场群均超过另两大区域。

图表 21 三大机场群对比

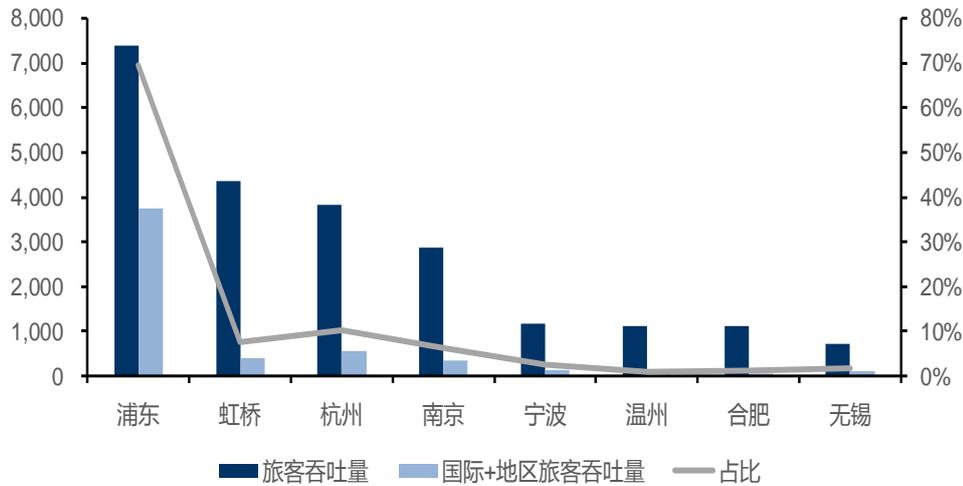
	长三角	京津冀	珠三角	
			含港澳	不含港澳
旅客吞吐量 (亿人次)	2.30	1.45	2.15	1.32
起降架次 (万架次)	172	104	143	93
货邮吞吐量 (万吨)	559	241	830	316

资料来源：wind，民航局，华创证券

免税业务：遥遥领先

上海浦东机场免税销售额 2018 年约 112 亿，占全国的 28%，人均免税贡献约 298 元，远超其他国内机场。

图表 22 长三角机场群旅客吞吐量分布



资料来源: Wind, 华创证券

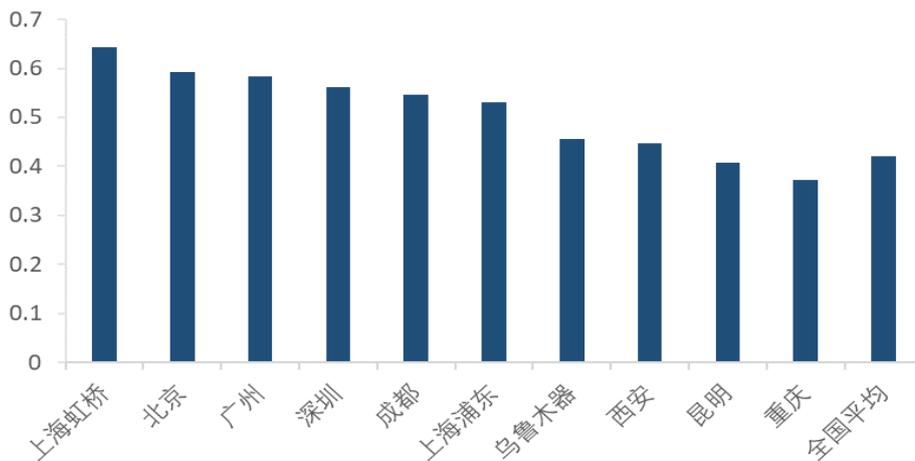
2. 稀缺时刻资源增厚航线价值

此前深度报告我们分析过，不同等级航线价值不同。北上广深互飞航线折扣水平平均在 8 折附近，遥遥领先，其他等级航线呈阶梯状排列。

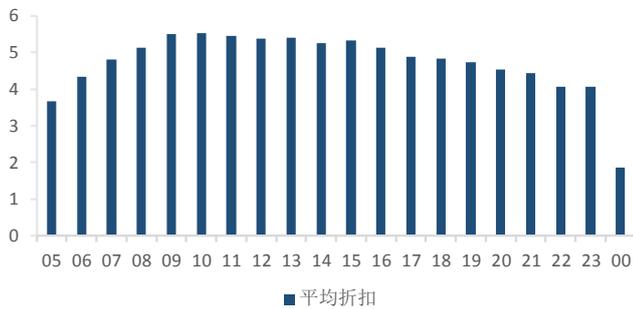
从国内航线座收水平看，北上广深成都明显领先于全国平均 (0.42 元)，其中上海虹桥以 0.64 元高居第一，北京 0.59 位居第二，浦东约 0.55 元。

航空公司拥有的航线和时刻资源，对于航司的盈利能力和水平起重要作用。

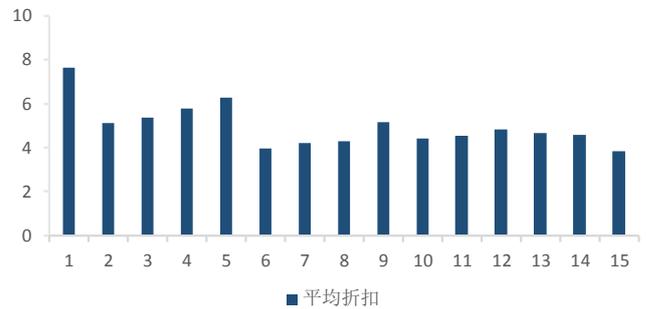
图表 23 重要枢纽机场座收水平情况



资料来源: 携程网, 飞行预先管理系统, 华创证券 (或有季节波动, 仅供参考)

图表 24 起飞时刻-平均折扣水平


资料来源：携程网、飞行预先管理系统、华创证券（或有季节波动，仅供参考）

图表 25 分等级航线折扣水平


资料来源：携程网、飞行预先管理系统、华创证券（或有季节波动，仅供参考）

以旅客运输量计算，2018 年公司在上海机场运送旅客数量占比为 8.26%。公司以上海为主基地，以南京作为辅助基地，稳步提升在华东地区的运力投放，增强在华东地区的影响力。上海作为华东地区的门户枢纽，以上海始发的商务和热门旅游航线受到热捧，且客源较为稳定。

附：吉祥航空航线网络布局

基地布局：

吉祥航空以上海两场为主基地，南京市场为辅，九元以广州白云机场为主基地，其他重要市场包括西安、贵阳与哈尔滨。

图表 26 公司机场布局（按航班量计）

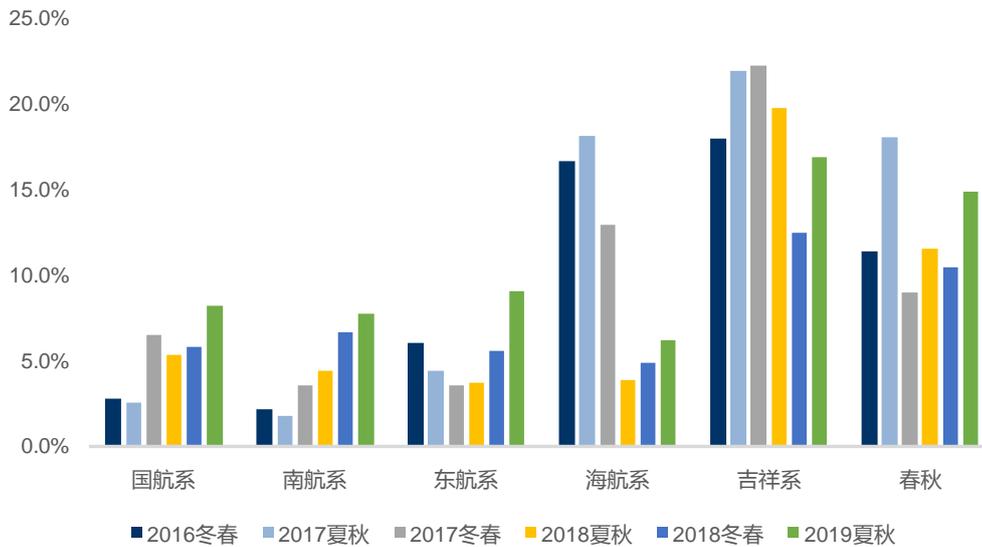
定位	机场	2018年客运量	吉祥	国航系	南航系	东航系	海航	春秋
主基地	上海浦东	7,401	10.3%	8.0%	10.2%	39.4%	3.5%	7.8%
	上海虹桥	4,363	8.8%	7.2%	14.4%	50.9%	2.2%	9.2%
辅助基地	南京	2,858	11.3%	15.7%	18.2%	26.7%	7.8%	0.8%
其他重要市场	贵阳	2,009	9.5%	9.0%	25.6%	3.5%	13.8%	1.6%
	西安	4,465	2.7%	9.2%	12.9%	30.9%	21.4%	1.0%
	哈尔滨	2,043	4.3%	14.1%	25.5%	10.8%	10.0%	2.7%
九元主基地	广州	6,972	2.4%	14.0%	51.8%	10.3%	7.4%	1.6%

资料来源：预先飞行管理计划系统，Wind，华创证券测算

时刻增速：

17 年 10 月以来，民航控总量调结构，行业整体时刻增速放缓，但向上市公司集中，吉祥增速为上市公司中最快，尤其 2019 年夏秋季拿到超过 15% 的时刻增速，高于三大航 8% 左右的时刻增速。

图表 27 航空公司时刻



资料来源: Wind, 华创证券测算

二、“联姻”东航+运营 787：跨出“舒适圈”，拥抱大未来

2018 年，公司及其控股股东与东航及其集团之间的股权合作，以及公司引进 787 宽体机是引发市场探讨的两件重要事件，而市场对此的解读各有不同。

我们持续跟踪后，认为反映了公司对于上海市场的两大战略判断：其一是世界级枢纽化运营，其二是宽体机国际线是未来。

由此公司做出与东航的“联姻”以及运营宽体机，看似跨出舒适圈，实则在积极拥抱上海市场大未来。

（一）联手东航：上海市场的未来是枢纽

2018 年，吉祥航空及其控股股东均瑶集团与东方航空及其集团全资子公司东航产投之间拟进行的股权合作，是航空业混改的标杆事件之一，市场对此有各种解读。

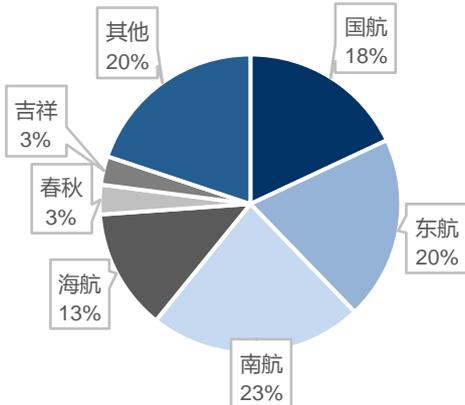
我们认为这反映了公司对于上海市场未来的战略判断：世界级枢纽化运营。以海外经验看，枢纽机场的发展必然是向枢纽基地公司集中。与东航联手，双方可以共同做大在上海市场的影响力，从而做强市场，做强自身。在这样的战略判断下，“巨资”参与东航定增（不超过 10%）以及出让吉祥股权不超过 15% 给东航，事实上也是公司跨出舒适圈。

1. 美国经验看：枢纽基地与基地航空相互成就

此前深度中，我们对中美对比分析后，发现枢纽机场份额决定收益水平。美国大航在其枢纽机场市占率的提升推动了价格水平上行，而中美大航的市占率差异就在枢纽机场的份额之差。

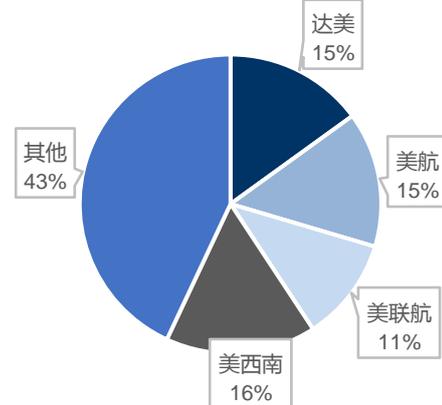
以全部乘客数计，2018 年四大航合计占比 57%；仅计算美国承运人，合计占比 65%。对比中美头部航空份额，差距并不明显，但从收益水平上，美国四大航连年上行，而我国三大航在 2010 年后连跌数年。

图表 28 中国上市航企份额



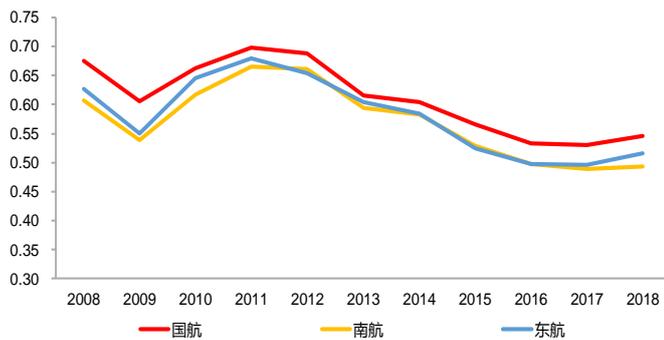
资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 美国四大航份额占比



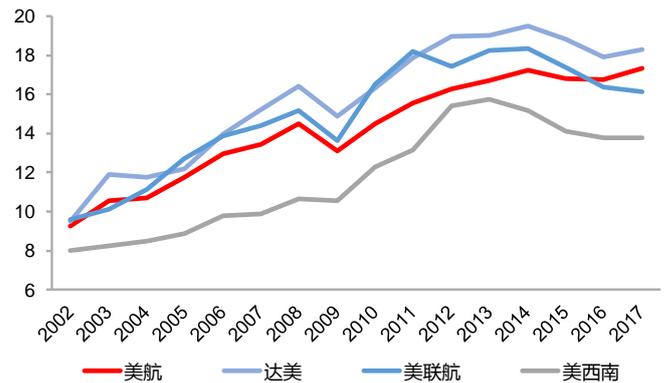
资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 我国三大航客公里收益水平 (元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 31 美国四大航收益变化 (营业收入/ASM)



资料来源: Wind, 华创证券

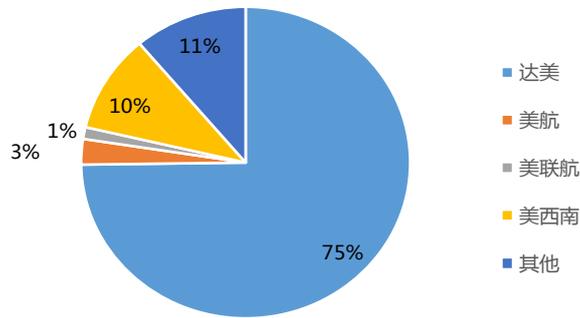
枢纽机场集中度是核心

相比国内航司, 美国航司非常强调在大型枢纽的掌控力, 市场份额至少都在 50% 以上, 一般能达到 60%-70%, 以求在高度控制的市场获取超额利润。

例如达美航空在亚特兰大、明尼阿波利斯、盐湖城、底特律四大枢纽占比分别达到 74.8%、53.7%、52.6% 和 50.4%, 而对于亚特兰大机场, 除达美外, 其他航司最多仅占比 10% (美西南), 因此达美在亚特兰大机场拥有绝对掌控力。

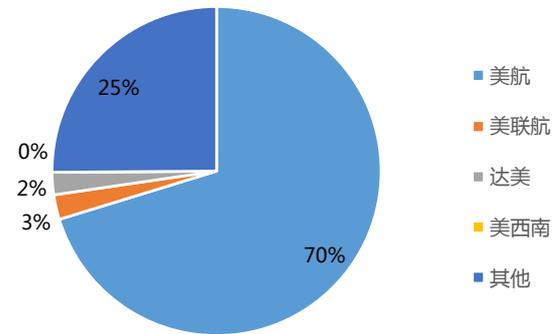
同样美国航空在最大枢纽达拉斯占比 70.26%; 美西南在休斯敦占比超过 90%

图表 32 亚特兰大机场各航司份额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 达拉斯机场各航司份额



资料来源: Wind, 华创证券

伴随整体市场集中度提升, 各航司在各自核心枢纽份额同样不断提升。观察各大航司主要枢纽机场份额, 总体呈提升趋势。而美国四大航收益水平也呈逐年走高趋势, 期间金融危机虽经历波折但此后又呈升势, 近年由于油价下跌, 略有回调, 总体仍处于高位。

自 1990 至 2017 年, 美航、达美、美联航、美西南收益年均复合增速分别为 4.3%、4.5%、3.5% 和 3.7%

图表 34 达美航空在亚特兰大机场份额变化



资料来源: BTS, 华创证券

图表 35 美航在迈阿密机场份额变化



资料来源: BTS, 华创证券

2 “联姻”东航, 做大做强

2018 年, 吉祥航空及控股股东均瑶集团与东方航空及其控股股东东航集团展开股权合作:

环节 1: 均瑶方面计划合计持有东方航空上市公司 10% 股份。

2018 年 7 月, 东方航空宣布非公开发行 A 股及 H 股的重大资本项目, 拟引入吉祥航空及其控股股东均瑶集团、中国国有企业结构调整基金为战略投资者。均瑶方面计划合计持有东方航空 10% 的股份。

进度: 6 月 15 号东航公告非公开发行已经获得证监会核准文件, 非公开发行 13.94 亿 A 股股票, 不超过 101.8 亿元, 其中均瑶方面认购 81.8 亿, 国调基金认购 20 亿, 此外吉祥香港 (吉祥航空子公司) 认购东航 H 股不超过 51.8 亿股, 东航 5 月公告 H 股发行或证监会受理。

图表 36 吉祥参与东航 A 股增发

	拟认购 (亿股)	拟认购金额 (亿元)
吉祥航空	2.19	16
均瑶集团	3.12	22.8
上海吉道航	5.89	43
国调基金	2.74	20
合计	13.94	101.8

资料来源：公司公告、华创证券

环节 2：东航方面计划持有吉祥航空上市公司 15% 股份。

东航集团的全资子公司东航产投已于 2019 年初完成了受让均瑶集团所持有的 7% 吉祥航空股份的交易，东航产投还宣布了参与认购吉祥航空非公开发行 A 股股票项目，东航产投计划合计持有吉祥航空 15% 股份。

进度：2019 年 6 月 14 日，公司公告非公开发行已经获得证监会审核通过，尚未获得书面核准文件。

募集资金总额不超过 31.15 亿元，发行股票数量合计不超过 1.69 亿股，发行对象为东航产投。交易完成后，均瑶集团直接持股比例将不低于 51.92%，仍为公司控股股东，东航产投持有 15%（已经持有 7%），为第二大股东。

吉祥与东航的合作，一旦最终落地，我们认为其意义：

1) 强强联合，做大做强上海市场。我们统计双方在上海市场份额合计超过 50%（东航 43%+吉祥 8.3%），在长三角地区超过 35%，合作后，双方影响力以及话语权得以显著提升，也是为长三角区域一体化战略而服务。

我们统计双方各自按照自身收入比重的前十大航线，有 5 条交叉，在 15 条航线中，有 8 条双方合计市占率超过 55%，包括三条市占率超过 60% 的上海-武汉、上海-西安、上海-昆明；五条市占率超 55% 的上海-三亚、上海-沈阳、北京-西安、成都-昆明以及上海-北京。

这样的节奏安排可以助于双方开设更多空中快线，即类似于一小时一班，对于商务客源是极大新引力。

2) 有助于稳定价格以及航线合作。双方形成战略合作后，有助于价格稳定，相互受益。同时在航线、时刻，甚至飞机维护等均有深化合作空间。

3) 更长远看，我们认为超级承运人+超级枢纽的配置，将是我国未来航空发展方向。我国航空业格局有望复制美国航空业的集中度提高、枢纽机场份额提高，继而带动票价走高的路径。随着东航与吉祥联手在上海份额超过 50%，国航在天合联盟搬迁至二机场后将在首都机场份额达到 60-70% 左右，超级承运人+超级枢纽的迹象将显现，由此或提高航线质量稳定性，巩固并提高航线收益水平。

图表 37 东航及吉祥 TOP10 航线

	东航占比	吉祥占比	合计占比
上海-北京	53%	3%	56%
上海-深圳	33%	6%	40%
上海-广州	37%	2%	39%
上海-成都	36%	6%	41%
上海-昆明	53%	13%	66%
上海-西安	51%	23%	74%
上海-武汉	68%	6%	75%
上海-重庆	35%	10%	46%
北京-西安	45%	13%	58%
成都-昆明	48%	11%	59%
上海-三亚	28%	27%	56%
上海-哈尔滨	21%	22%	43%
上海-沈阳	36%	20%	56%
上海-青岛	16%	16%	32%
上海-贵阳	24%	24%	47%
小计			

资料来源：预飞行管理系统、华创证券

（二）运营 787：上海市场的未来在国际

2018 年下半年，吉祥航空引进宽体机 787，是市场对其另一个产生分歧的事件，民营航空是否有能力运营好宽体机，以及公司是否能获得足够好的航线来支撑 787 的运营成本。

我们认为 787 的引进来自于公司的另一个战略判断：上海市场未来的增量在国际线，换言之，上海市场对于窄体机的增量限制预期会更为严格。从世界级枢纽的发展来看，国际线+宽体机对于枢纽机场的打造是必选项。

因此我们认为公司从窄体机机队到引入宽体机，是公司跨出舒适圈，也是去拥抱未来。

1、拥有宽体机，方可拥抱上海市场未来

公司 2018 年下半年开始引进波音 787-9 宽体机（324 座，29 个公务舱+295 经济舱），原 A320 为 158 座位，截止 2018 年底公司运营 3 架 787，截止 2019 年 6 月，公司共运营 4 架 787，预计 19 年末达到 6 架，2020 年引进 4 架，共完成 10 架 787 宽体机机队。

引进波音 787 系列宽体机，我们判断有如下几点影响：

- 1) 丰富了以 A320 系列飞机为主的机队构成，能够较大幅度提升公司运力，也是对扩充公司远程洲际航线的营运能力起到了重要作用，为公司未来结合市场需求开辟远程航线创造了空间。
- 2) 公司计划一共打造 10 架宽体机机队规模，逐步形成规模效应，有利于公司充分发挥以上海两场为主基地的优势，实现远程洲际航线的扩展，提高公司的行业竞争力，增加国际市场知名度，实现公司国际化战略布局。
- 3) 客观上，各航空公司上海运力投放的加大，虹桥、浦东机场时刻量已接近饱和，因此迫切需要中大型宽体机执行上海始发的国内及国际航线。

2、公司 787 能否运营见效？

1) 宽体机的运营压力来自于成本高：

固定成本高：飞机价格高，折旧高。

从目录价格来看，A320 系列飞机目录价格约为 0.62 亿美元/架，787 系列飞机目录价格约为 2.4 亿美元/架，737 系列飞机目录价格约为 1.25 亿美元/架。实际购机会有较大幅度优惠，行业通常会有 5 折左右。

从目录价看，787 本身是 A320 的价格接近 4 倍，是 737 的 2 倍。由此产生的折旧远高于窄体机机队。

变动成本高：我们测算 787 宽体机起降费、地面服务费等均约为窄体机的 2 倍左右。此外包括航路费用，进近指挥费等均大幅超过窄体机。

起降费：按照起降机场等级、机型、起飞重量、载客人数等有明确的标准，

我们计算窄体机在不同等级机场起降费介于 8500-10500 元之间，我们按照 9500 元计算；

宽体机在不同等级机场介于 20000-23000 之间，我们以 20000 计算（低等级机场几乎无宽体机起降）；

地面服务费：测算窄体机 2500 元、宽体机 5500 元；

航路费用根据最大起飞全重有不同的收费标准，窄体机型收费标准为 0.39 元/公里；宽体机型收费标准为 0.56 元/公里；

进近指挥费根据最大起飞全重和机场等级有不同的收费标准，窄体机型、一类机场收费标准为 3.64 元/吨；宽体机型、一类机场收费标准为 6.27 元/吨。

图表 38 不同机型长短途座公里成本比较

	窄体机	宽体机	窄体vs宽体
短途	0.32	0.43	-25%
长途	0.20	0.27	-27%
短途VS长途	61%	58%	

资料来源：携程旅行网、公司公告、华创证券

图表 39 不同机型收费标准比较

万元	窄体机	宽体机	窄体VS宽体
起降费	0.95	2	111%
地面服务费	0.25	0.55	120%
航路费用（元/公里）	0.39	0.56	44%
进近指挥费（元/吨）	3.64	6.27	72%

资料来源：携程旅行网、公司公告、华创证券

2) 以典型航线为例的测算：国内航线窄体机运行成本较宽体机低约 25%，短途航线单位成本比长途高 60%左右

我们在报告《南方航空专项研究（三）：看航空公司核心资产——飞机如何效用最大化》中对典型宽体机与窄体机的运营成本进行过测算，

因吉祥航空运营 A320、B737 以及 787 三种机型，我们按照窄体机目录价 1 亿美金，787 根据披露目录价 2.4 亿美金，假设折扣 50%，油价 75 美元/桶，汇率 6.9，客座率 80%

以典型机型，典型航线计算，国内航线窄体机运行成本较宽体机低约 25%。

我们测算京沪线窄体机单座公里成本为 0.32 元/公里，上海-乌鲁木齐为 0.2 元；宽体机该数值分别为 0.43 元、0.27 元。京沪线窄体机比宽体机单座成本低 25%，上海-乌鲁木齐线低 27%，即同等条件下，窄体机比宽体机运营成本低 25%左右。该特征也可以解释为何航司在国内航线普遍采用窄体机，除非在时刻严重紧缺的机场和繁忙航线，票价

和客座率较有保障，航司会采用宽体机运营。

航距越长，单座公里成本越小，短途航线单位成本比长途高 60%左右

因航空公司运营一趟航班中的固定成本主要是折旧，其他成本基本可视为变动成本，因为变动成本占比在 60%左右，航距越长，飞行时间越长，其可摊薄的成本就越明显。

同样窄体机，运营短途航线座公里成本 0.32 元，长途为 0.2 元，短途比长途航线高 61%，宽体机的短途高出 58%。

图表 40 不同机型长短途成本比较

万元/元	窄体机短途	窄体机长途	宽体机短途	宽体机长途
里程	1080	3649	1080	3649
飞行时长	2	5	2	5
代表航线	上海-北京	上海-乌鲁木齐	上海-北京	上海-乌鲁木齐
航油成本	2.2	5.5	5.5	13.8
折旧成本	1.0	2.5	3.0	7.5
维修成本	0.7	1.7	1.7	4.1
起降费	1.0	1.0	2.0	2.0
地面服务费	0.3	0.3	0.6	0.6
机组成本	0.2	0.5	0.3	0.6
其他	0.4	0.5	0.8	1.0
合计（万元）	5.7	11.9	13.8	29.6
单座位成本（元）	344	721	459	985
单客成本	430	901	574	1231
座公里成本	0.32	0.20	0.43	0.27
客公里成本	0.40	0.25	0.53	0.34
经济舱全价票	1490	3280	1490	3280

资料来源：携程旅行网、公司公告、华创证券

测算参数：我们测算典型机型一次飞行对应运营成本。模拟分析结果仅做参考，与实际或有出入。

a) 座位及油耗、机组假设

A320/B737 窄体机型

假设飞行小时油耗 2.5 吨/小时，起飞重量 75 吨，座位 150 个，油价 75 美元/桶或 5000 元/吨，机组 7 人（机长 1，副机长 1，乘务长 1，两舱乘务员 1，经济舱乘务员 3）。

B787 宽体机型

假设飞行小时油耗 6.6 吨/小时，起飞重量 250 吨，座位 300 个，油价 5000 元/吨，需要机组共计 10 人（机长 1，副机长 1，乘务长 1，两舱乘务员 2，经济舱乘务员 5）

b) 航油成本=小时油耗*飞行时长*油价；

c) 单小时折旧成本近似公式：（1.1*飞机价格+0.3*发动机数量*发动机价格）*（1-残值率）*汇率/（折旧年限*年轮档小时数）。考虑到航司购买飞机折扣较大，我们按照目录价格的 5 折计算实际采购价格，残值率为 5%，折旧年限保守估计为 20 年，日轮档小时数即为飞机日利用率，按照 9.5 小时计算；

d) 维修成本折算较为复杂，我们按照经验以 30%航油成本计算；

e) 单人餐食成本以 20 元计。

f) 起降、地面、其他等参见前述标准

3) 飞机利用率是能否降低单位成本的关键要素

前文所述，我们会发现宽体机飞的时间越长，单位成本摊薄越明显，其一是由于执飞航班中，固定成本比例占比较高，其二是在于长途飞行与短途飞行可以通过节省起降次数来节省相关费用。

我们分析过吉祥航空飞机在窄体机的利用小时数超过行业，但 2018 年公司因新引进 787 后，半年内执飞国内航线，导致 787 飞机的日利用小时仅为 8.7 小时，远低于三大航宽体机 11 小时左右的水平，因此无法摊薄其对应成本。

这与行业规则以及公司安全至上的规划相关，在 6 月 28 号执飞洲际航线后，飞机利用率将会明显提升。

3、评估公司首条洲际线：上海-赫尔辛基

2019 年 6 月 28 日，吉祥航空进行开通上海至赫尔辛基洲际直飞航线，每日一班，使用波音 787-9 梦想客机执飞。目前直飞航班仅吉祥与芬兰航空两家运营，同时双方开展双向代码共享合作，并在各自境内部分以远航线实施代码共享，即搭乘吉祥航空的旅客在抵达赫尔辛基后，可通过芬兰航空的航线网络，便捷中转至罗瓦涅米、伊瓦洛、奥卢、凯米、库奥皮奥等芬兰境内指定目的地。芬兰航空的旅客也可通过吉祥航空的航线网络中转至国内指定目的地。赫尔辛基作为芬兰首都，不仅会受益于北欧旅行兴起，也是欧洲重要中转点之一。

我们评估上海-赫尔辛基航线的成本：

整个里程约 7400 公里，耗时 10 小时，油价 5000 元/吨的情况下（布油 75 美元/桶），我们测算其单位座公里成本约 0.24 元，假设客座率 80% 的情况下，单位客公里成本约 0.3 元，相当于票价 2200 元左右，可实现单程盈亏平衡。

假设 787 全部成本计在内，考虑这部分折旧后，则单位座公里成本为 0.31 元，客公里成本 0.39 元，对应机票价格在 2900 元左右，可实现全成本下盈亏平衡。

图表 41 上海-赫尔辛基单程测算

项目	金额 (万元)	项目	金额 (元)
航油成本	25.0	单座位成本	1766
折旧成本	12.4	单客成本	2207
维修成本	7.5	座公里成本	0.24
起降费	3.3	客公里成本	0.30
地面服务费	0.6	客座率	80%
机组成本	2.6		
航路费用	1.2		
进近指挥费	0.2		
餐食成本	1.6		
飞越费用	2.6		
机组过夜	0.3		
合计	57.2		

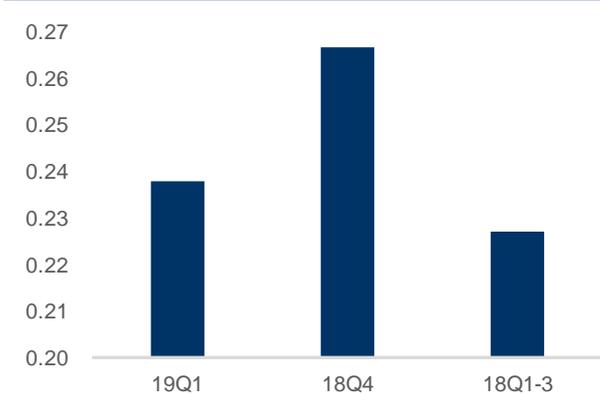
资料来源：公司公告、华创证券

4、跨出舒适圈，是公司的战略突围

公司在运营 787 初期，为保证安全运营、机组磨合等，在国内半年执飞中，压低了飞机利用率，导致在 18Q4 以及 19Q1 单位座公里成本上升较为明显，（因飞机的固定成本占据 60%左右的比重，故飞机利用率压低会导致单位成本走高），从而使得公司在 18Q4 出现了单季亏损 2.2 亿（15 年上市以来首次单季亏损），19Q1 单季盈利 4 亿，但同比下滑 7.5%，而三大航与春秋均实现同比增长。

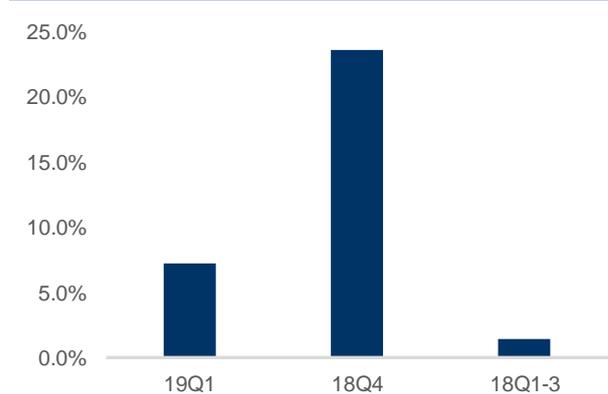
从单位座公里扣油成本角度看，18Q4 同比增长高达 24%，19Q1 涨幅仍有 7.2%。整个 2018 年全年单位座公里扣油成本增长 6.9%，而三大航下降 3%，春秋下降 1.3%。

图表 42 吉祥单位座公里成本



资料来源：Wind，华创证券

图表 43 吉祥单位座公里成本涨幅



资料来源：Wind，华创证券

但如前文所述，当公司飞机利用率上升后，其对应成本将摊薄，有助于公司整体利润水平改善。

未来 787 计划执飞国际航线包括埃及、希腊、墨尔本、曼彻斯特以及亚洲航线中的日本线等。

新国际航权打分原则下，公司或将成为未来上海国际市场重要参与者

1) 第一条洲际航线上海-赫尔辛基的开拓与运营也是在国际航权实行打分原则下，为公司未来拿到更多优质航权打下第一步的基础。

从行业国际航权分配规则来看，民航局 2018 年发布了《国际航权资源配置与使用管理办法》，航权资源配置实行打分制，包括消费者利益、枢纽发展、资源使用效率以及企业运行品质等四大指标，是综合考虑航空公司与机场的发展，根据打分规则，我们预计二三线城市将很难与三大枢纽竞争，未来会体现出头部航空+核心枢纽的马太效应。

以 2019 年 4 月，民航局网站公示中国城市-英国（含伦敦）客运航权 18 班的情况来看，浦东-伦敦拿下其中 11 班，昆明拿下 7 班，同时申请的长三角地区的南京、杭州均未有获得航权配置。

同样以此次打分为例，在消费者利益指标 A，枢纽发展指标 B，资源使用效率指标 C 以及企业运行品质指标 D，4 项评分下，

吉祥航空在 A 项下始发地航点衔接性、始发地航班量得分领先于得到航权之一的国航，但因当时未开通洲际线，故在目的地相关得分中为 0，

在 B 项下，公司作为上海主基地航企，得分是高于国航，

在 C 项下，公司二类国际航权使用效率高于国航，但平均座位数与运输量得分明显低于国航，系因公司没有宽体机导致；

D 项中公司运营品质得分高于国航，也反映了公司的高性价比的战略。

由此我们会发现，一旦公司宽体机机队成规模，海外航线开拓一定数量后，从打分角度而言，公司会是上海市场不可忽视的重要国际航线参与者。

图表 44 中国-伦敦航权分配

附件：评分结果 (B2019002)

航权情况						消费者利益指标 (A)：40分						枢纽发展指标 (B)：20分				资源使用效率指标 (C)：20分			企业运行品质指标 (D)：20分			评分结果	拟配置班次
国家	航线	公司	申请周班次	客货	申请类型	始发地航点衔接性 A1	目的地航点衔接性 A2	始发地航班量 A3	目的地航班量 A4	目的国航点数 A5	目的国航班量 A6	基地航空公司 B1	中转比例 B2	枢纽地位 B3	北京新机场 B4	二类国际航权使用率 C1	二类国际航线平均每班座位数 C2	二类国际航线平均每班运输量 C3	公司原因飞行事故征候万时率 D1	公司原因航班不正常率 D2	顾客投诉万分率 D3		
英国	上海浦东-伦敦	东航	7	客货混合	增班	7.78	1.33	7.20	1.78	4.00	3.57	2.63	3.68	5.00	0.00	5.38	6.50	5.85	4.30	3.46	1.25	63.71	7
		国航	7	客货混合	新开航线	1.80	2.67	1.55	4.00	4.00	8.00	0.37	0.25	5.00	0.00	3.40	7.00	6.00	1.40	9.57	2.82	57.82	4
	上海浦东-伦敦	南航	7	客货混合	新开航线	1.74	4.00	2.35	2.59	4.00	5.18	0.58	0.03	5.00	0.00	4.59	0.16	3.49	4.50	0.88	3.38	42.47	0
		吉祥航	7	客货混合	新开航线	3.37	0.00	2.18	0.00	0.00	0.00	0.49	0.02	5.00	0.00	3.50	3.50	3.00	1.10	10.00	4.39	36.56	0
		上海航	7	客货混合	新开航线	3.86	0.00	3.60	0.00	0.00	0.00	0.65	0.19	5.00	0.00	3.50	3.50	3.00	5.00	7.62	5.00	40.92	0
	昆明-伦敦	东航	7	客货混合	新开航线	4.90	1.33	4.31	1.78	4.00	3.57	3.88	4.42	4.50	0.00	5.38	6.50	5.85	4.30	3.46	1.25	59.43	7
	广州-郑州-伦敦	南航	3	客货混合	新开航线	5.12	4.00	4.62	2.59	4.00	5.18	3.60	3.21	4.50	0.00	4.59	0.16	3.49	4.50	0.88	3.38	53.31	0
	南京-伦敦	吉祥航	4	客货混合	新开航线	1.52	0.00	0.39	0.00	0.00	0.00	0.49	0.21	4.00	0.00	3.50	3.50	3.00	1.10	10.00	4.39	32.10	0
	杭州-伦敦	首都航	3	客货混合	新开航线	1.36	1.33	0.40	0.49	4.00	0.97	0.41	0.29	4.00	0.00	4.67	0.00	2.37	1.10	6.55	1.60	29.55	0
	贵阳-伦敦	海航	2	客货混合	新开航线	0.00	1.33	0.00	0.77	8.00	3.55	0.21	0.00	4.00	0.00	5.76	3.62	3.34	5.00	4.21	3.43	43.22	0
	天津-贵阳-伦敦	天津航	1	客货混合	新开航线	1.58	4.00	0.46	1.60	4.00	3.20	0.88	0.86	4.00	0.00	7.00	2.76	4.39	5.00	5.81	0.00	45.04	0
	深圳-伦敦	深圳航	4	客货混合	增班	3.16	0.00	3.36	0.00	0.00	0.00	2.58	2.00	4.50	0.00	0.00	6.07	0.00	0.00	0.00	3.72	25.39	0
俄罗斯	北京大兴-莫斯科	南航	7	客货混合	新开航线	6.40	4.00	8.00	4.00	8.00	8.00	5.00	5.00	5.00	5.00	7.00	0.00	1.41	5.00	0.00	5.00	76.81	7
		东航	7	客货混合	新开航线	8.00	2.00	7.05	1.04	0.00	1.98	5.00	1.71	5.00	5.00	0.00	7.00	6.00	4.71	4.55	0.00	59.04	4
		首都航	5	客货混合	新开航线	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	5.00	4.39	1.20	0.00	0.00	10.00	0.83	26.42	0

注：1. 此次共配置中国城市-英国（含伦敦）客货航权18班，北京-莫斯科客货航权11班。2. 综合评分中，串飞航线分数=各串飞航点分数平均值-0.5。

资料来源：民航局、华创证券

2) 上海市场时刻扩容有望迎来良机。

民航局与上海市政府签署《关于推进新时代上海民航高质量发展战略合作协议》，民航局将推进上海空域容量扩容和结构优化，提高上海两机场时刻容量和航班时刻供给。未来有望实质性利好上海机场以及上海主基地航企。

三、为什么投资吉祥航空？

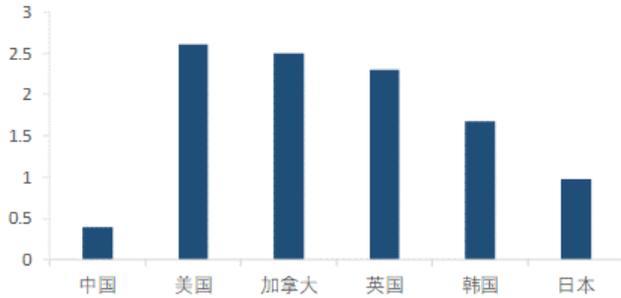
(一) 看好行业发展潜力

看潜力：我国航空出行渗透率仍处低位

国际比较看人均乘机次数：提升空间巨大。2018 年我国航空客运量为 6.12 亿人次，人均乘机 0.44 次，仅相当于美国上世纪 60 年代水平，目前美国、加拿大、英国该比率为 2.5 左右，亚洲国家中韩国 1.7 次，日本 0.98 次，均数倍于我国。

航空出行占比提升显著：从综合交通运输体系的演变看，民航客运周转量占比已由 2007 年的 12.9% 提升至 2017 年的 29.0%，提升幅度超过铁路，航空逐渐成为大众出行方式。

图表 45 2018 年, 我国人均乘机次数仅为 0.44 次



资料来源: wind, 华创证券

图表 46 07-18 年民航客运周转量占比提升一倍多



资料来源: wind, 华创证券

预计未来我国旅客人数可保持两位数增长

1) 民航局战略规划: “到 2020 年, 中国人均乘机次数达到 0.47 次; 到 2030 年, 人均乘机次数达到 1 次, 旅客运输量达到 15 亿人次”。相当于未来十年保持年均 10% 左右的增长速度。

虽然 2019 年 1-6 月行业受到经济影响、MAX 停飞、首都机场跑道维修等多因素, 旅客人数累计 8.5%, 但需求具备韧性。90 年以来年复合增速 13.7%, 2010 年以内复合增速 10.9%

2) 从中美航空需求与 GDP 的系数来看, 我国航空业维持 1.5-2 的比例关系是大概率事件, 在 GDP 不低于 6 的情况下, 两位数增长可持续。

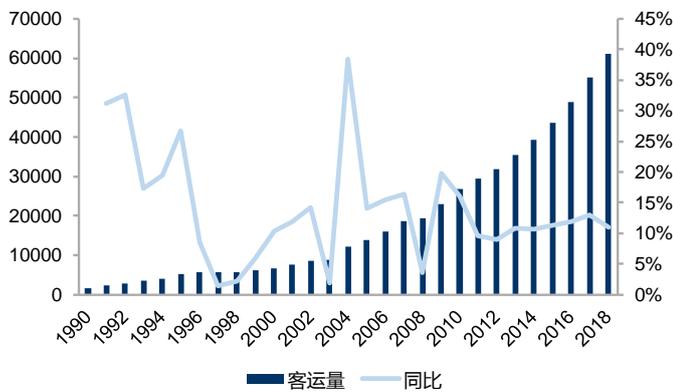
空间: 按照我国人口 14 亿计, 占全球 76 亿人口的 18%, GDP 占全球约 17%, 航空旅客人数 6.12 亿次, 占全球航空出行人数 43 亿人次的 14%, 低于人口及经济总量占比。

2010 年以来: 需求两位数、票价难增长背后是供需结构不匹配。

客座率持续上行

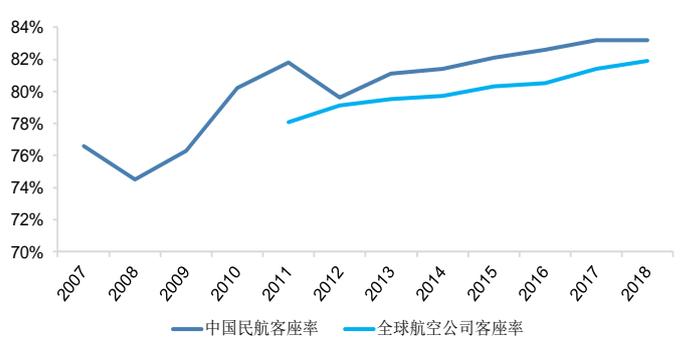
2010 年航空客座率首次突破 80%, 此后未曾跌破这一水平, 2015-2018 年, 我国航空客座率分别为 82.1%、82.6% 和 83.2% 及 83.2%, 保持在较高水平, 并逐年提升。

图表 47 我国旅客人数增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 48 2007-2018 客座率水平



资料来源: wind, 华创证券

但价格至 2017 年方才止跌，18 年开始回升

2018 年客单价为 895 元，同比增长 2.8%（含燃油附加费影响）。从三大航客公里收益水平看，同样 2018 年出现了集体回升，合计上涨 2.5%，其中东航 4.1%、国航 2.9%、南航 1%。春秋航空则同比涨幅达到 7%。

背后是运力增速过快：

2010-18 年：行业机队由 1597 架上升至 3639 架，复合增速 10.8%，与需求复合增速 10.9% 基本一致，2015-18 年行业机队规模增速分别为 11.8%、11.3%、11.7% 及 10.4%，

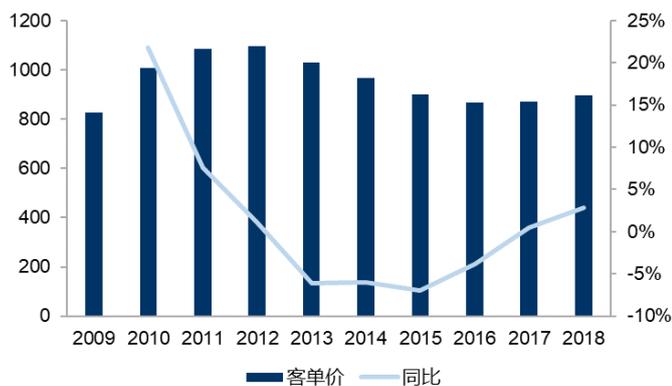
2018 年净增飞机数量近年来首次环比下降，从 17 年的 346 架降至 343 架，飞机增速放缓叠加时刻控总量，使得行业供需较为匹配，即便在四季度经济下滑对航空需求产生冲击情况下，行业整体价格水平回暖提升。

图表 49 供需增速比较

	2015	2016	2017	2018
机队	2,650	2,950	3,296	3,639
净增	280	300	346	343
机队增速	12%	11.3%	11.7%	10.4%
座位数增速	10%	11.2%	12.2%	10.9%
旅客人数增速	11%	11.9%	13.0%	10.9%
引进	362	369	424	426
退出	82	69	78	107

资料来源：公司公告、华创证券

图表 50 行业平均票价走势



资料来源：wind，华创证券

图表 51 行业客运收入、人次及平均票价

	2015年	2016年	2017年	2018年
航空客运收入 (亿元)	3,927	4,225	4,800	5,517
同比	3.5%	7.6%	13.6%	14.9%
运输人次(亿元)	4.36	4.88	5.52	6.12
平均票价	900	866	870	902
同比	-7.0%	-3.8%	0.5%	3.6%
客座率	82.1%	82.6%	83.2%	83.2%

资料来源：wind，华创证券

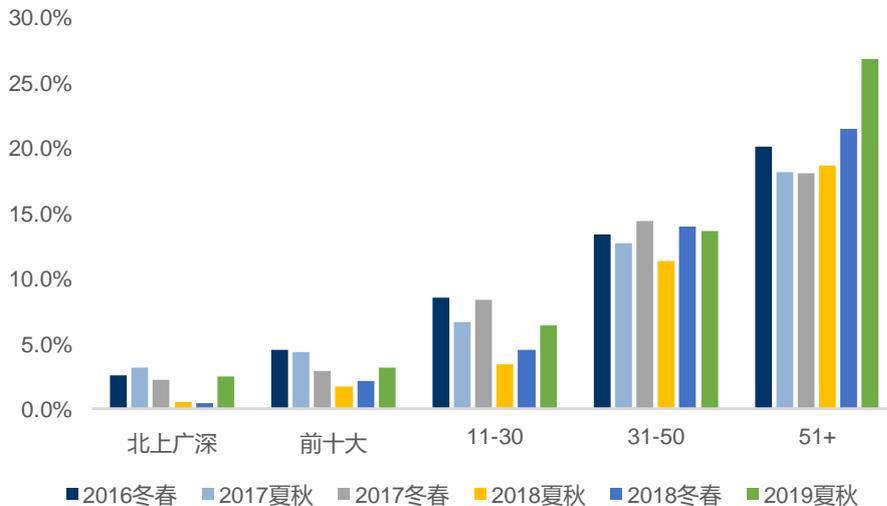
如果从机场分布角度看：

参考机场吞吐量排名，我们将机场分为 5 个等级，北上广深、前十大、11-30 名、31-50 名、51 名及以上。

北上广深合计时刻增速 2.5%，相比前两个航季（0.5%、0.5%）明显增长，其他等级机场相比 18 冬春航季均有所提速或基本持平，增速分别为 3.2%（冬春 2.2%，下同）、6.4%（4.5%）、13.7%（14.0%）、26.9%（21.6%）。

时刻增量来源看，30 名之后机场贡献时刻增量 64%，而其总时刻占比仅 30%。低线机场时刻放量明显。

因此事实上，更多的时刻来自于相对低收益市场，过快的供给掩盖这些市场的航空渗透率提升推动的消费增长。

图表 52 分等级机场时刻增速


资料来源：民用航空预先飞行计划，华创证券

(二) 看好公司经营品质

公司 2015 年上市，从 15 年加权 48 架机队到 2018 年 86 架（2018 年底 90 架飞机），保持了年均 20% 的机队增速。

增速角度：2015-18 年，加权机队复合增速 21%，ASK 增速 18%，客运量和收入增速均为 21%，单机收入基本持平。

同期春秋航空机队增速 17%、旅客增速 15%、收入增速 17%、单机收入基本持平。

三大航同期 ASK 增速 10% 左右。

公司增速快于春秋与三大航。

利润角度看，2015 年-18 年因油价水平同比涨幅超过 30%，人民币汇率从 6.1 水平贬值到接近 6.9，贬值幅度超过 10%，对于航空公司利润带来较大的压力，如受到汇率影响较大的三大航，仅国航 18 年利润水平超过 2015，东南航均低于当时，而吉祥尽管 18 年利润下滑，但较 15 年增长了 18%，春秋增长 13%。

因此我们认为吉祥航空作为民营企业，利润为导向是明确的。

图表 53 公司数据

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18VS15	复合增速
加权机队数量	31	38	48	60	73	86	78%	21%
	24%	21%	28%	25%	22%	17%		
ASK	13575	15301	20951	25786	31529	34812	66%	18%
	41%	13%	37%	23%	22%	10%		
RPK	11,363	12,851	17,845	22,097	27,411	30,021	68%	19%
	40%	13%	39%	24%	24%	10%		
客运量	706	821	1059	1334	1670	1887	78%	21%
	32%	16%	29%	26%	25%	13%		
收入	59.29	66.47	81.58	99.28	124.12	143.66	76%	21%
	33%	12%	23%	22%	25%	16%		
利润	3.39	4.28	10.47	12.49	13.26	12.33	18%	6%
	47%	26%	145%	19%	6%	-7%		
单机收入	1.91	1.77	1.70	1.65	1.70	1.68	-1%	0%
单机利润	0.11	0.11	0.22	0.21	0.18	0.14		

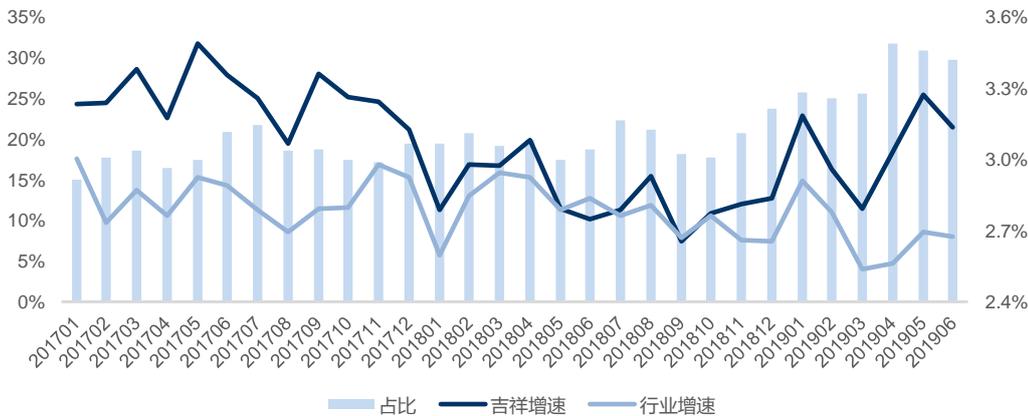
资料来源: Wind, 华创证券测算

图表 54 吉祥收入增速最快

公司	2015	2018	18VS15	复合增速
ASK				
国航	214829	273855	27%	8.4%
东航	181793	244268	34%	10.3%
南航	235616	314443	33%	10.1%
春秋	23885	38965	63%	17.7%
吉祥	20951	34812	66%	18.4%
收入				
国航	1089	1368	26%	7.9%
东航	938	1149	22%	7.0%
南航	1115	1436	29%	8.8%
春秋	81	131	62%	17.5%
吉祥	82	144	76%	20.8%
利润				
国航	68	73	8%	2.7%
东航	45	27	-40%	-15.8%
南航	39	30	-23%	-8.2%
春秋	13	15	13%	4.2%
吉祥	10	12	18%	5.6%

资料来源: Wind, 华创证券测算

2019年1-6月吉祥航空旅客人数增速19.3%，远超行业的8.1%，超越春秋的13%。

图表 55 吉祥旅客增速超越行业


资料来源：Wind，华创证券测算

（三）公司受外部因素影响相对较弱

1、汇率：因外币负债少，而对汇率不敏感

公司外币负债相对于三大航而言规模较小，截至 2018 年 12 月 31 日，公司美元债务约 4.05 亿美元，因此，人民币对美元升值或贬值 1%，公司净利润影响 295.68 万元。

2、油价：更高的燃油附加费覆盖比例以及不断降低的单位油耗削弱了油价敏感性

更高的燃油附加费覆盖比例：

国内综合采购成本高于 5000 元/吨后，可以根据联动机制征收燃油附加费，因国内航线燃油附加费的征收根据旅客数量，公司飞机座位数高于传统机队，而客座率普遍高于行业，故可征收燃油附加费覆盖新增成本比例高于行业公司，我们测算或超过 85% 的水平。

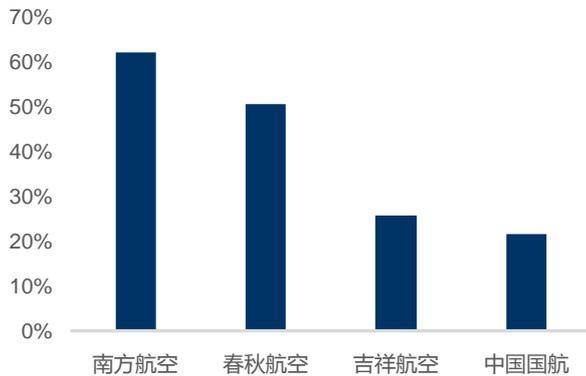
单位油耗较同行更低

我们测算 2018 年公司单位油耗 0.22 吨/座公里，高于春秋 9%，低于三大航 20% 以上。

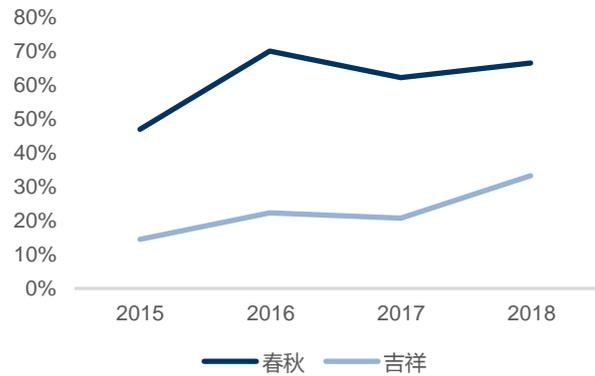
3、补贴占比较少

2018 年公司收到补贴 5.63 亿元，其中航线补贴 4.39 亿，低于春秋航空的 13.3 亿和 10.34 亿，而三大航中补贴收入最少的国航有 31.3 亿元（东航口径有所不同）。

从利润占比角度，我们综合测算补贴收入占扣汇利润总额比重，吉祥 2018 年为 33%，春秋为 65%，国航最低为 25%，而南航达到了 71%。单纯航线补贴，吉祥占比为 26%。2018 年主要因公司 787 运营初期，成本增加较多，利润当年同比下滑，导致补贴占比提升，15-17 年分别为 14%、22% 及 21%。

图表 56 2018 年补贴收入占扣汇利润总额比重


资料来源：wind，华创证券

图表 57 吉祥与春秋补贴收入占利润总额比重


资料来源：wind，华创证券

（四）看好公司业绩拐点将至

此前我们分析公司一旦 787 运营起来，单位成本将有效下降，从而推动公司业绩拐点将至。

1) **行业减税降费持续推进。**公司 2018 年民航发展基金缴纳 3.44 亿元，标准减半后相当于节省 1.72 亿元成本，2019 年 7 月开始执行，则可节省 0.86 亿成本，对应利润 0.65 亿，相当于 18 年净利的 5.3%，年化 10% 的水平。此外，未来成本端包括航油采购、空管收费等仍有改善潜力。

2) **盈利预测：**我们预计 2019-21 年公司实现利润分别为 15.4、17.8 及 22.7 亿元（因经济环境较此前报告预期偏弱，油价水平略高于此前预期，因此较此前盈利预测分别小幅下调 7%、9% 及 10%），增速分别为 25%、16% 及 27%，对应 PE 分别为 16、14 及 11 倍。

考虑公司非公开发行 1.69 亿股，则全面摊薄后对应 PE 分别为 17.8、15.3 及 12 倍 PE，我们给予公司 2020 年 18-20 倍 PE，对应股价 16.4-18.2 元，预期较现价 21-34% 的空间。强调“强推”评级。

四、风险提示

油价大幅上涨，经济大幅下滑，补贴收入减少。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,825	1,590	2,238	3,141
应收票据	8	9	11	13
应收账款	368	433	517	623
预付账款	525	605	722	859
存货	144	166	198	236
其他流动资产	2,448	2,877	3,436	4,125
流动资产合计	5,318	5,680	7,122	8,997
其他长期投资	144	146	147	150
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	9,835	12,804	15,083	17,215
在建工程	5,064	5,564	6,064	6,064
无形资产	111	100	90	81
其他非流动资产	983	798	650	531
非流动资产合计	16,137	19,412	22,034	24,041
资产合计	21,455	25,092	29,156	33,038
短期借款	4,586	7,336	7,336	8,776
应付票据	107	124	148	176
应付账款	1,083	1,248	1,491	1,772
预收款项	756	891	1,065	1,282
其他应付款	287	287	287	287
一年内到期的非流动负债	1,041	1,041	1,041	1,041
其他流动负债	735	878	1,037	1,208
流动负债合计	8,595	11,805	12,405	14,542
长期借款	2,023.00	2,023.00	4,153.00	4,153.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,237	123	123	123
非流动负债合计	3,260	2,146	4,276	4,276
负债合计	11,855	13,951	16,681	18,818
归属母公司所有者权益	9,429	10,961	12,286	14,018
少数股东权益	171	180	189	202
所有者权益合计	9,600	11,141	12,475	14,220
负债和股东权益	21,455	25,092	29,156	33,038

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,193	2,329	2,779	3,414
现金收益	2,280	2,662	3,182	3,911
存货影响	-54	-22	-32	-37
经营性应收影响	-400	-150	-209	-248
经营性应付影响	391	316	441	525
其他影响	-24	-476	-604	-737
投资活动现金流	-4,530	-4,100	-3,600	-3,100
资本支出	-413	-4,285	-3,748	-3,218
股权投资	4	0	0	0
其他长期资产变化	-4,121	185	148	118
融资活动现金流	2,059	1,536	1,469	589
借款增加	-417	2,750	2,130	1,440
股利及利息支付	-782	-769	-538	-685
股东融资	0	0	0	0
其他影响	3,258	-445	-123	-166

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,366	16,924	20,237	24,351
营业成本	12,208	14,063	16,800	19,968
税金及附加	12	14	17	21
销售费用	598	688	802	941
管理费用	416	489	585	704
财务费用	273	289	410	534
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	196	50	50	50
其他收益	454	522	600	690
营业利润	1,541	1,941	2,260	2,908
营业外收入	153	171	189	209
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	1,693	2,111	2,448	3,116
所得税	453	565	655	834
净利润	1,240	1,546	1,793	2,282
少数股东损益	7	8	10	12
归属母公司净利润	1,233	1,538	1,783	2,270
NOPLAT	1,440	1,757	2,093	2,673
EPS(摊薄) (元)	0.69	0.86	0.99	1.26

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	15.7%	17.8%	19.6%	20.3%
EBIT 增长率	-6.2%	22.1%	19.1%	27.7%
归母净利润增长率	-7.0%	24.7%	16.0%	27.3%
获利能力				
毛利率	15.0%	16.9%	17.0%	18.0%
净利率	8.6%	9.1%	8.9%	9.4%
ROE	12.8%	13.8%	14.3%	16.0%
ROIC	9.4%	9.9%	10.2%	11.6%
偿债能力				
资产负债率	55.3%	55.6%	57.2%	57.0%
债务权益比	92.6%	94.5%	101.4%	99.1%
流动比率	61.9%	48.1%	57.4%	61.9%
速动比率	60.2%	46.7%	55.8%	60.2%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转天数	8	9	8	8
应付帐款周转天数	30	30	29	29
存货周转天数	3	4	4	4
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.86	0.99	1.26
每股经营现金流	1.22	1.30	1.55	1.90
每股净资产	5.25	6.10	6.84	7.80
估值比率				
P/E	19.7	15.8	13.6	10.7
P/B	2.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	5	4	4	3

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500