业绩拐点将至，重回成长之路

吉祥航空（603885.SH）首次覆盖

核心结论

民营航企龙头，打造差异化竞争战略。吉祥航空是我国民营航空中机队规模最大的航企，过去十年发展迅速。公司采取双品牌、双枢纽及多机型运行，实现高、中、低端旅客市场全覆盖。“全服务品质、最优成本结构”差异化战略使其上市以来净利复合增速超过30%、ROE均值17.5%，领先行业。

国内联手东航深耕上海，转场大兴获取新增时刻。公司以上海两场为主基地，具有先天的优质客源和高品质时刻资源。和东航完成交叉持股后，两家在上海两场市占率合计已超50%，定价能力有望进一步提升。转场大兴机场后，公司京沪航线时刻由原来的0.5对增加为3对，运力至少增加约327%，时刻明显优化，预计新增运力带来的增量收入年化为4亿元，增厚利润约8,000万元，相当于公司2018年净利润的6.5%。中长期看，随着大兴机场运营逐步成熟，后续时刻放量，公司有望加大对高收益的北京市场的开拓。

国际开设远程航线，业绩拐点将至。随着我国人均GDP到达“阀值”，国际出行渗透率预计持续提升。北京、上海等一线机场新一轮国际航权时刻临近释放，公司布局国际航线正当时。虽然引进宽体机初期，飞机日利用率受压，单位扣油成本大幅提升，拖累业绩，但随着机型、机队、网络等初步磨合完成，19H1日利用率已触底回升至11.2小时，座公里成本同比增长3.3%，较18Q4（+27.1%）大幅放缓。同时洲际航线开通，长期前景有望好于预期。

盈利预测和投资建议：我们预计2019/20/21年公司每股盈利分别为0.71/0.91/1.08元，对应PE为19.6X/15.2X/12.8X。由于1）公司上市以来业绩增速行业领先，受外部影响相对较弱，补贴占利润总额比重接近行业最低，PE/PB估值相比大航应有一定溢价；2）公司过去三年PE均值19.2X，未来三年业绩复合增速约16.5%，综合考虑，我们认为给予2020年18倍PE估值相对合理，目标价16.37元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行，国际航线运营低于预期，油价、汇率大幅波动等。

核心数据

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,412	14,366	16,941	21,133	25,560
增长率(%)	21.7%	15.7%	17.9%	24.7%	21.0%
净利润（百万元）	1,326	1,233	1,391	1,788	2,131
增长率(%)	26.6%	-8.3%	12.9%	28.5%	19.1%
每股收益（EPS）	0.74	0.69	0.71	0.91	1.08
市盈率（P/E）	20.7	18.3	19.6	15.2	12.8
市净率（P/B）	3.2	2.4	2.5	2.1	1.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	增持
股票代码	603885
前次评级	
评级变动	首次
当前价格	13.87

近一年股价走势

分析师
雒雅梅 S0800518080002
luoyamei@research.xbmail.com.cn
联系人
李莹
021-38584265
liying@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点 4
关键假设 4
区别于市场的观点 4
股价上涨催化剂 4
估值与目标价 4
吉祥航空核心指标概览 5
一、双品牌驱动，差异化战略 6
1.1 民营航企龙头，发展迅速 6
1.2 双品牌、双枢纽、多机型运营 6
1.3 打造差异化竞争战略 8
二、深耕上海市场，联手东航 10
2.1 立足上海，拥有高品质时刻资源 10
2.2 联手东航，定价能力有望进一步提升 11
2.3 转场大兴机场，获取京沪线时刻增量 12
三、开设远程航线，业绩拐点将至 13
3.1 受益航空大众化，国际出行潜力大 13
3.2 引进宽体机，培育初期拖累业绩 14
3.3 洲际航线开通，长期前景好于预期 15
四、盈利预测、估值和投资建议 20
4.1 盈利预测 20
4.2 估值和投资建议 21
4.3 风险提示 22

图表目录

图 1：吉祥航空核心指标概览图 5
图 2：截至 19 年 8 月底，公司机队规模达到 91 架 6
图 3：公司机队规模扩张迅速 6
图 4：吉祥航空以上海、南京为中心的航线网络图 7
图 5：九元航空以广州为中心的航线网络图 7
图 6：截至 19 年 8 月，吉祥航空机队规模为 73 架 7
图 7：截至 19 年 8 月，九元航空机队规模为 18 架 7
图 8：2019H1 吉祥航空上海、南京基地以及九元航空广州白云基地旅客吞吐量 8
图 9：公司和主要航司相比毛利率（%）处于较高水平 8

图 10：公司净利率（%）仅低于春秋航空 8
图 11：公司客公里收益（元）和三大航差距不大 9
图 12：公司座公里成本对比（元）仅高于春秋航空 9
图 13：公司座公里扣油成本（元）仅高于春秋航空 9
图 14：公司座公里航油成本（元）接近行业最低水平 9
图 15：公司客座率（%）高于行业平均 9
图 16：19H1 公司上海两场客运量 543.3 万人次（不含九元航空） 10
图 17：19H1 公司上海两场占有率约 8.97%（不含九元航空） 10
图 18：19 年夏秋航季吉祥上海两场时刻占到公司总量的 59% 10
图 19：公司拥有高品质航线结构（19 年夏秋航季，不含九元航空） 10
图 20：公司和东航交叉持股已完成 11
图 21：19 年夏秋航季公司国内收益前十大航线上和东航时刻合计占比大部分超过或接近 50% 11
图 22：19 年夏秋航季公司国际及地区主要盈利航线上公司和东航时刻合计占比一半超过 50% 12
图 23：2018 年我国人均乘机次数仅 0.44 13
图 24：2018 年公司国际及地区收入占比在上市航司中最低 14
图 25：公司收入同比增速（%）领先行业 15
图 26：由于 B787 引进，2018 年公司净利同比下滑 7%（%） 15
图 27：2018 年公司 B787 飞机利用小时低于行业（小时） 15
图 28：2018 年公司单位非油成本大幅提升（元/座公里） 15
图 29：19H1 公司飞机利用小时已经开始明显回升 16
图 30：19H1 公司所有机型飞机利用小时都已超过 11 个小时 16
图 31：19H1 公司座公里成本增速较 18Q4 大幅放缓 16
图 32：上海-赫尔辛基航线客座率全年客座率可达 85% 19
图 33：公司 PE(TTM)估值处于历史均值 26.9X 以下 21
图 34：公司 PB(MRQ)处于历史较低水平（历史均值为 4.85X） 21

表 1：公司在大兴机场获取新的京沪线时刻 12
表 2：公司执飞机型情况 14
表 3：19 年夏秋航季公司 B787 主要投放国内优质干线以及赫尔辛基、台北/高雄国际地区航线 17
表 4：公司宽体机、窄体机国内长短途航线成本测算 17
表 5：公司宽体机、窄体机国际及地区近程、远程航线成本测算 18
表 6：公司盈利预测关键假设 20
表 7：行业可比公司估值情况 22

投资要点

关键假设

假设 2019/20/21 年公司机队规模分别达到 99/119/139 架，其中吉祥航空本部为 75/90/104 架，九元航空为 24/29/35 架，因此未来三年 ASK 同比增速将分别为 15.8%/21.4%/18.2%；

假设公司和东方航空完成交叉持股后，双方不断加强合作，公司在上海市场、优势航线上的话语权和定价能力不断提升，同时两家航企在营销、运行、机务维修等方面的共享，也将起到引流和降低成本的作用；

假设京沪航线经济舱折扣率 6 折、公务舱 4.2 折、客座率 88%、净利率 20%，公司转场北京大兴机场时刻数量增加为 3 对，运力至少增加约 327%，新增运力带来的增量收入年化为 4 亿元，增厚利润约 8,000 万元，相当于公司 2018 年净利润的 6.5%。中长期看，随着大兴机场运营逐步成熟，后续时刻放量，公司有望加大对高收益的北京市场的开拓；

假设公司首条洲际航线上海直飞赫尔辛基逐步培育成熟，客座率和票价水平向芬兰航空靠拢（全年平均客座率超过 85%），宽体机利用率大幅提升，单位油耗降低、扣油成本摊薄，贡献盈利成为大概率事件。同时中长期，公司不断获取优质国际航权时刻，成为业绩新的增长点；

假设 2019/20/21 年 WTI 原油价格为 58/56/55 美元/桶，人民币美元平均汇率为 6.93/7.20/7.25。

区别于市场的观点

市场普遍认为春秋航空具备低成本航空龙头标签，战略清晰，而公司双品牌运营，在定位上差异化不十分明显。但我们认为正是公司“全服务品质、最优成本结构”的经营策略使其上市以来归母净利复合增速超过 30%、ROE 均值 17.5%，领先行业。

市场对公司运营宽体机是否能成功的担忧是其目前估值折价的主要原因，但我们认为随着机型、机队、网络等初步磨合完成，飞机日利用率将大幅提升，单位成本下降，业绩出现拐点。同时首条洲际航线的盈利也将修复市场对公司成长的信心。

股价上涨催化剂

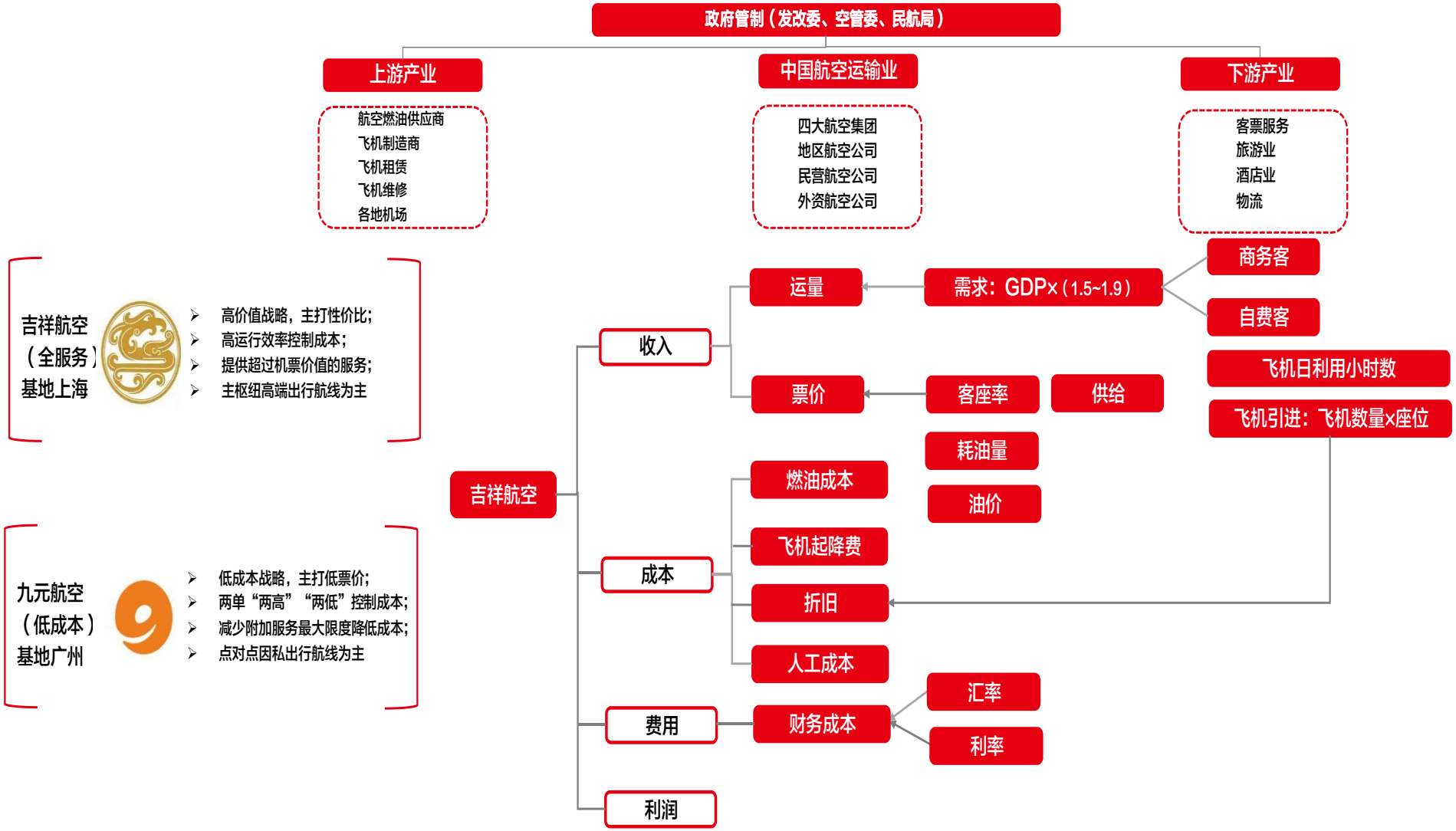
1）行业供需改善超预期；2）公司洲际航线培育期快于市场预期，业绩出现拐点，后续不断拿到优质国际航权时刻。

估值与目标价

我们预计 2019/20/21 年营业收入为 169.4/211.3/255.6 亿元，归母净利润分别为 13.9/17.9/21.3 亿元，YoY+12.9%/28.5%/19.1%，考虑到增发摊薄，每股盈利为 0.71/0.91/1.08 元，对应 PE 为 19.6X/15.2X/12.8X。由于 1）公司上市以来业绩增速行业领先，受外部因素影响相对较弱（油价、汇率敏感性相对三大航而言较低），补贴占利润总额比重历史均值 22%，接近行业最低，PE/PB 估值相比大航应有一定溢价；2）公司过去三年 PE(TTM)均值为 19.2X，未来三年业绩复合增速约 16.5%（1 倍 PEG 对应 PE 为 16.5X），综合考虑，取中值，我们认为给予 2020 年 18 倍 PE 估值相对合理，目标价为 16.37 元，首次覆盖公司，给予“增持”评级。

吉祥航空核心指标概览

图 1：吉祥航空核心指标概览图



资料来源：西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

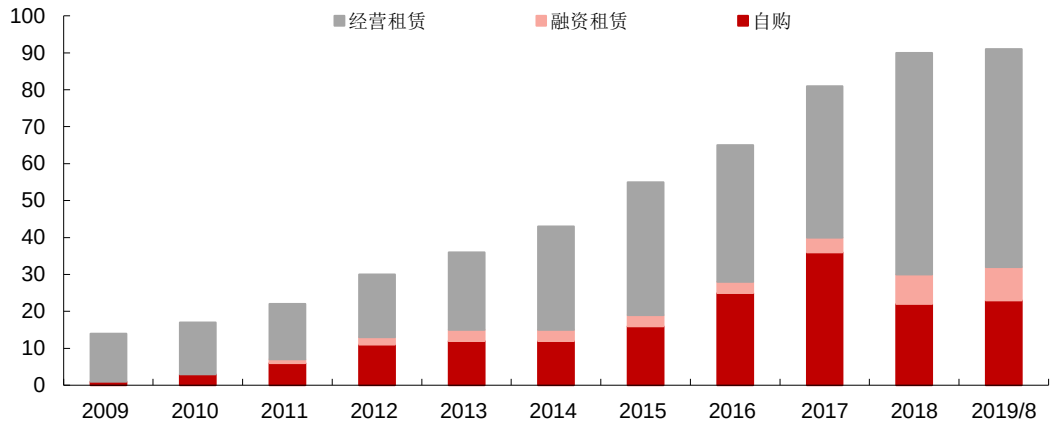
一、双品牌驱动，差异化战略

1.1民营航企龙头，发展迅速

吉祥航空于 2006 年 9 月正式开航运营，2015 年在上交所首次公开发行，是一家立足于上海的民营航空公司。目前上海均瑶集团持股比例约 51.9%，为实际控制人。

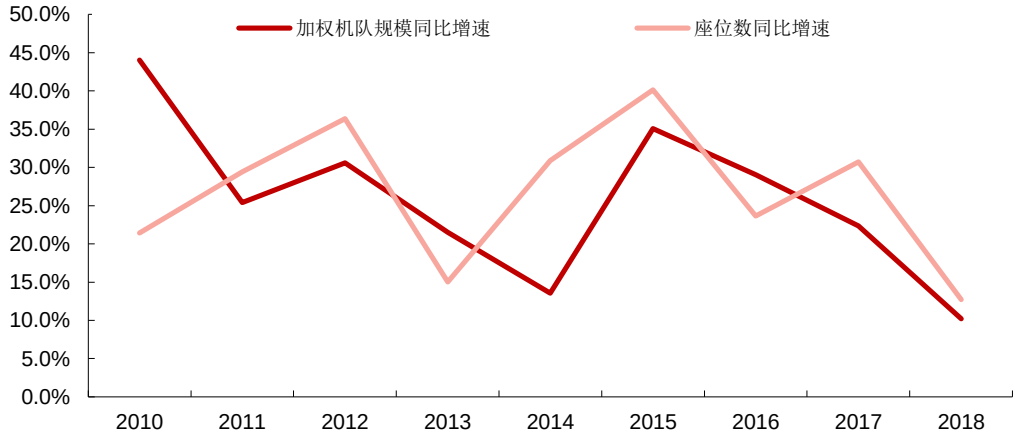
截至 2019 年 8 月底，公司旗下的机队规模达到了 91 架，其中自购 23 架，融资租赁 9 架，经营租赁 59 架，近十年（2009-2018 年）加权机队规模和座位数年复合增速分别达到了 25.4%和 26.4%，已经超越春秋航空，成为过我国民营航空中机队规模最大的航空公司。

图 2：截至 19 年 8 月底，公司机队规模达到 91 架



资料来源：民航局，公司公告，西部证券研发中心

图 3：公司机队规模扩张迅速



资料来源：民航局，公司公告，西部证券研发中心

1.2双品牌、双枢纽、多机型运营

公司采取双品牌及双枢纽运行的发展战略，实现高、中、低端旅客市场全覆盖：

1） 本部吉祥航空为全服务航空公司：主基地为上海虹桥和浦东机场，辅基地设在南京（2016 年设立），目标群体定位于中高端商务、旅行及客户，目前机队规模为 73 架（包括 68 架空

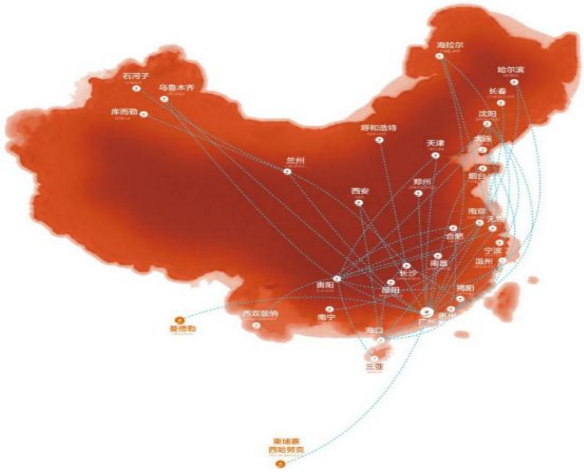
客 320 系列客机和 5 架波音 787-9 梦想客机），以上海、南京为航线网络中心，已开通超过 180 条国内及周边国家、地区定期航班。2019 年上半年，公司上海两场和南京机场旅客运输量分别到达了 543.3 和 122.4 万人次。

2） 公司控股的九元航空于 2014 年设立、2015 年初正式开航，以广州白云机场为主基地，现拥有 18 架波音 737 系列飞机，运营 110 条以上国内航线，通航城市四十多个，主要目标市场为我国低成本航空市场，是除南方航空以外唯一一家以广州为主运营基地的航企，更是广州地区唯一一家主基地低成本航司。2019 年上半年，九元航空旅客运输量为 239.2 万人次。

图 4：吉祥航空以上海、南京为中心的航线网络图

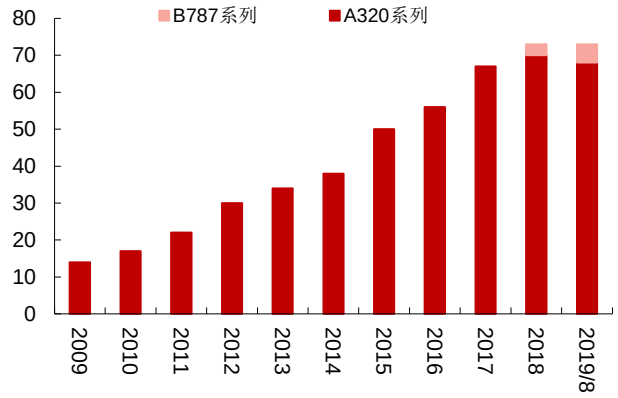
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 5：九元航空以广州为中心的航线网络图



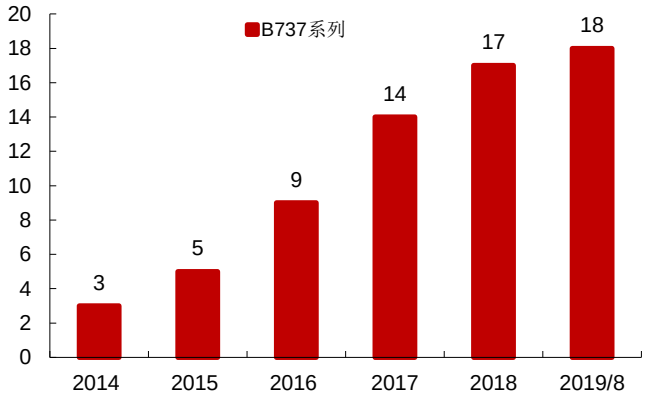
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 6：截至 19 年 8 月，吉祥航空机队规模为 73 架



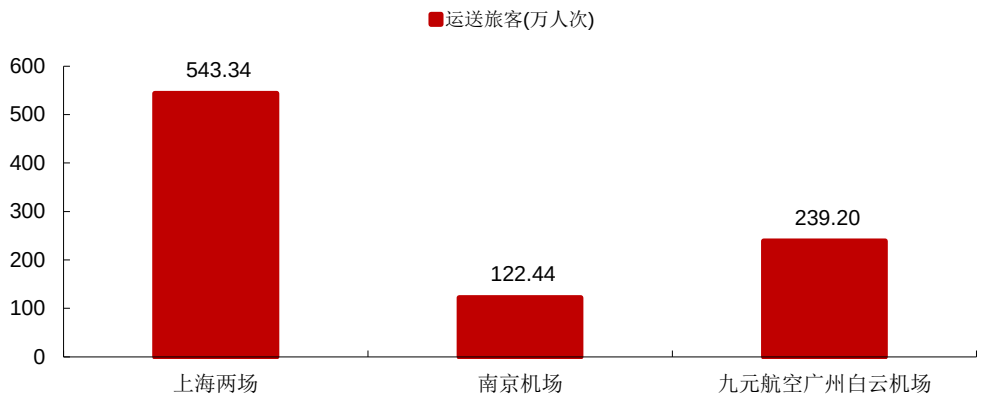
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 7：截至 19 年 8 月，九元航空机队规模为 18 架



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 8：2019H1 吉祥航空上海、南京基地以及九元航空广州白云基地旅客吞吐量



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

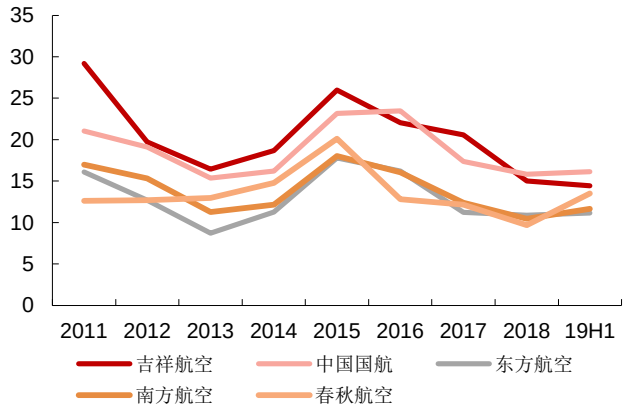
1.3打造差异化竞争战略

公司差异化竞争策略主要体现在“全服务品质、最优成本结构”上：以最优成本结构支撑略低于市场竞争对手的价格水平，同时为客户提供超出其预期的高性价比航空旅行体验。

2019 年上半年，公司客公里收益为 0.47 元，仅低于国航/东航/南航约 9.9%/8.4%/1.7%，高于春秋航空 29.1%（2012 年公司客公里收益与国航/东航/南航/春秋差距分别达到-23.0%/-19.5%/-21.8%/+39.5%）;而同期公司座公里成本为 0.34 元，较三大航均值低 13.0%，较春秋航空高 13.3%（2017 年公司尚未引进 B787 宽体机时的座公里成本较三大航均值低 22.3%，高于春秋 9.2%，如果剔除餐食费用，则仅高于春秋 6.4%）。

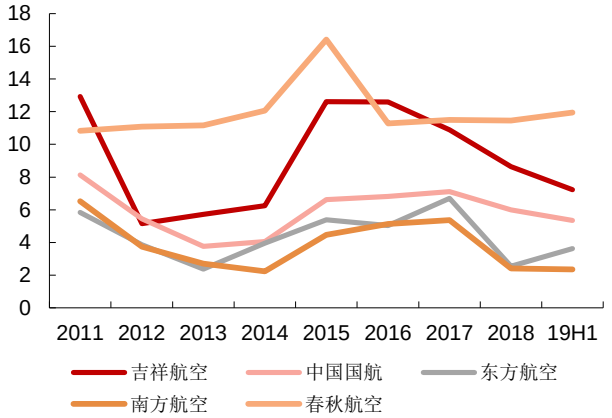
价格和成本上的优势，不仅使得公司客座率自 2015 年以来一直维持在 85%以上，高于行业平均，也带来了更高的盈利能力，毛利率大部分时间领先三大航和春秋，净利率则因为补贴收入偏少而低于春秋航空。

图 9：公司和主要航司相比毛利率（%）处于较高水平



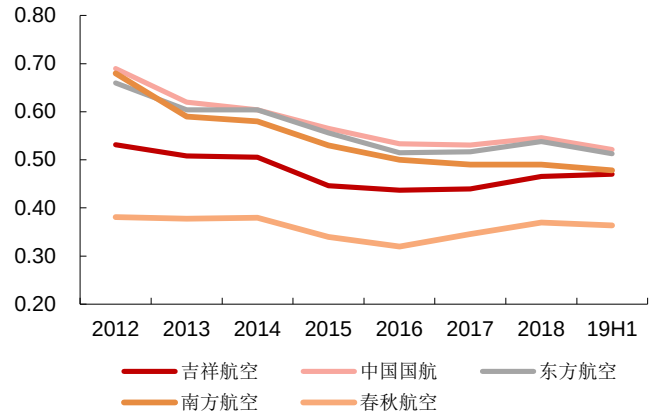
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10：公司净利率（%）仅低于春秋航空



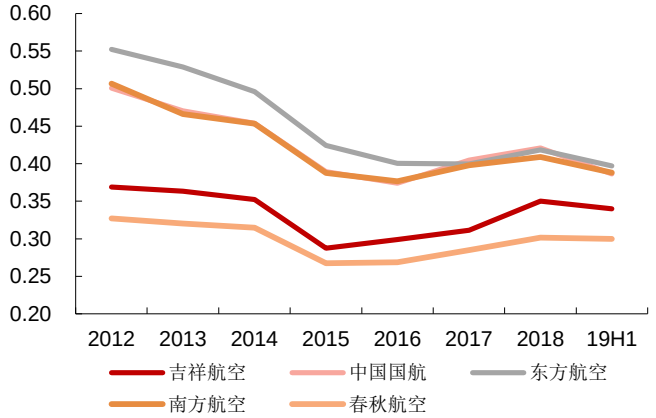
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 11：公司客公里收益（元）和三大航差距不大



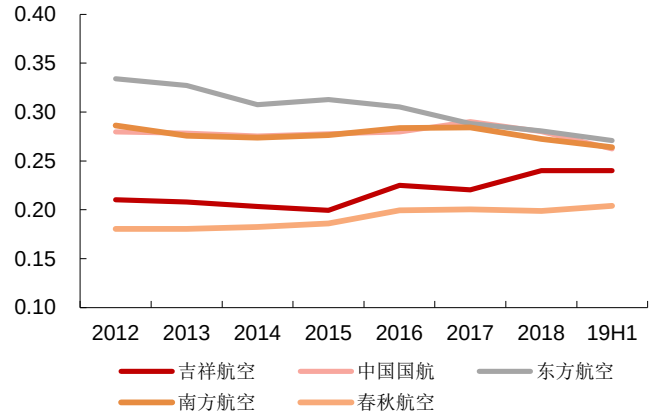
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 12：公司座公里成本对比（元）仅高于春秋航空



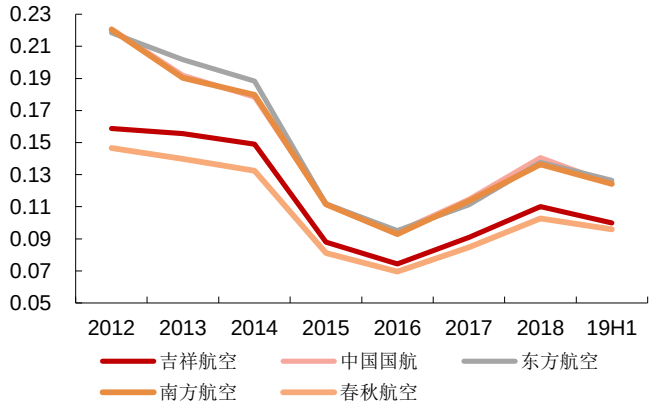
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 13：公司座公里扣油成本（元）仅高于春秋航空



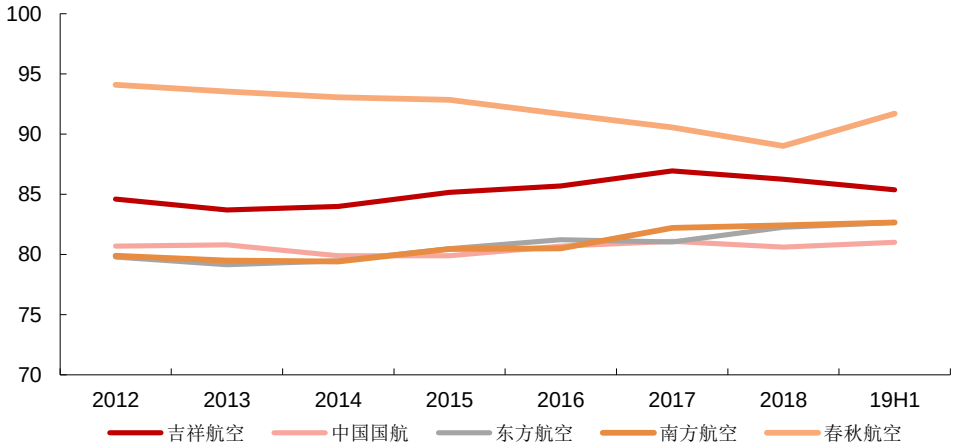
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 14：公司座公里航油成本（元）接近行业最低水平



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 15：公司客座率（%）高于行业平均



资料来源：Wind，西部证券研发中心

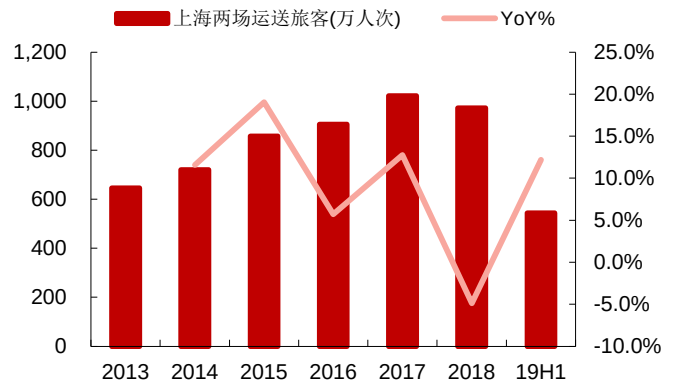
二、深耕上海市场，联手东航

2.1立足上海，拥有高品质时刻资源

上海作为我国的经济、金融、贸易、会展和航运中心，位于亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点，飞往欧洲和北美西海岸的航行时间约 10 小时，飞往亚洲主要城市的时间在 2-5 小时内，航程适中。2018 年上海浦东机场和虹桥机场旅客吞吐量达到了 1.18 亿人次，拥有旺盛的交通运输需求和发达的交通运输枢纽体系。

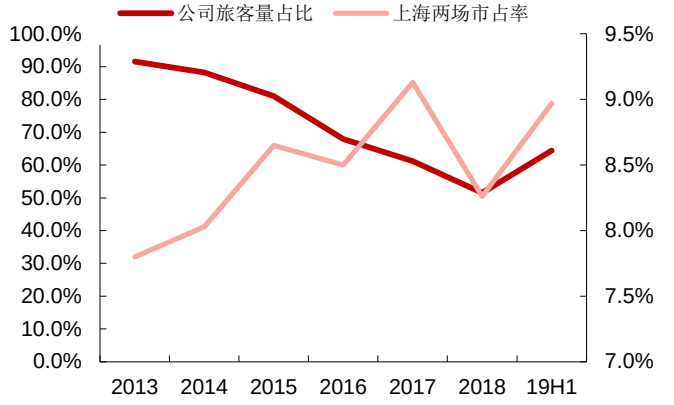
吉祥航空本部以上海两场为主基地，2019 年上半年上海两场旅客运输量达到 543.3 万人次，占到整体客运量的 64.4%，在上海的市场占有率小幅上升至 8.97%。

图 16:19H1 公司上海两场客运量 543.3 万人次(不含九元航空)



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

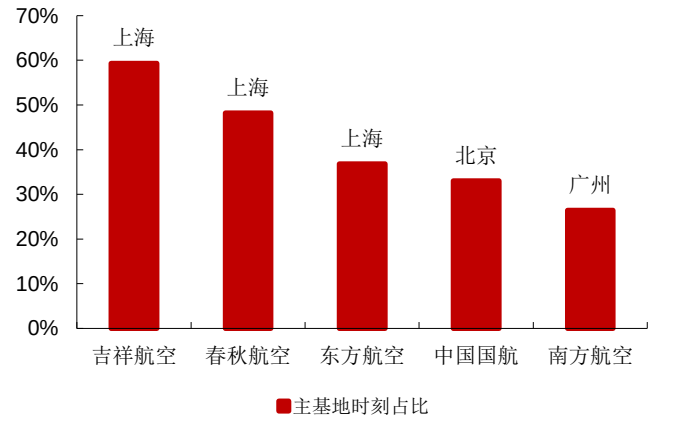
图 17：19H1 公司上海两场占有率约 8.97%（不含九元航空）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

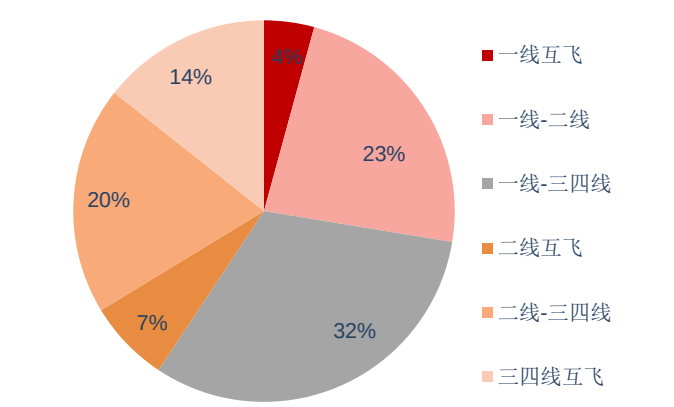
不同等级航线价值不同，航空公司拥有的航线和时刻资源对于其盈利能力起到重要作用。一线枢纽机场始发航线商务客源占比大、因私出行客源质量高、客源稳定，因此航线收益水平显著高于其他航线。民航严控总量下，枢纽机场时刻资源紧张，拥有稀缺时刻成为航空公司重要的护城河。吉祥航空（不含九元航空）在上海两场拥有的时刻占到本部总量的 59.3%，核心时刻资源丰富、航线网络品质高。

图 18：19 年夏秋航季吉祥上海两场时刻占到公司总量的 59%



资料来源：民航局，西部证券研发中心；注：吉祥航空数据不包含九元航空，东航、国航和南方数据为集团口径

图 19：公司拥有高品质航线结构（19 年夏秋航季，不含九元航空）

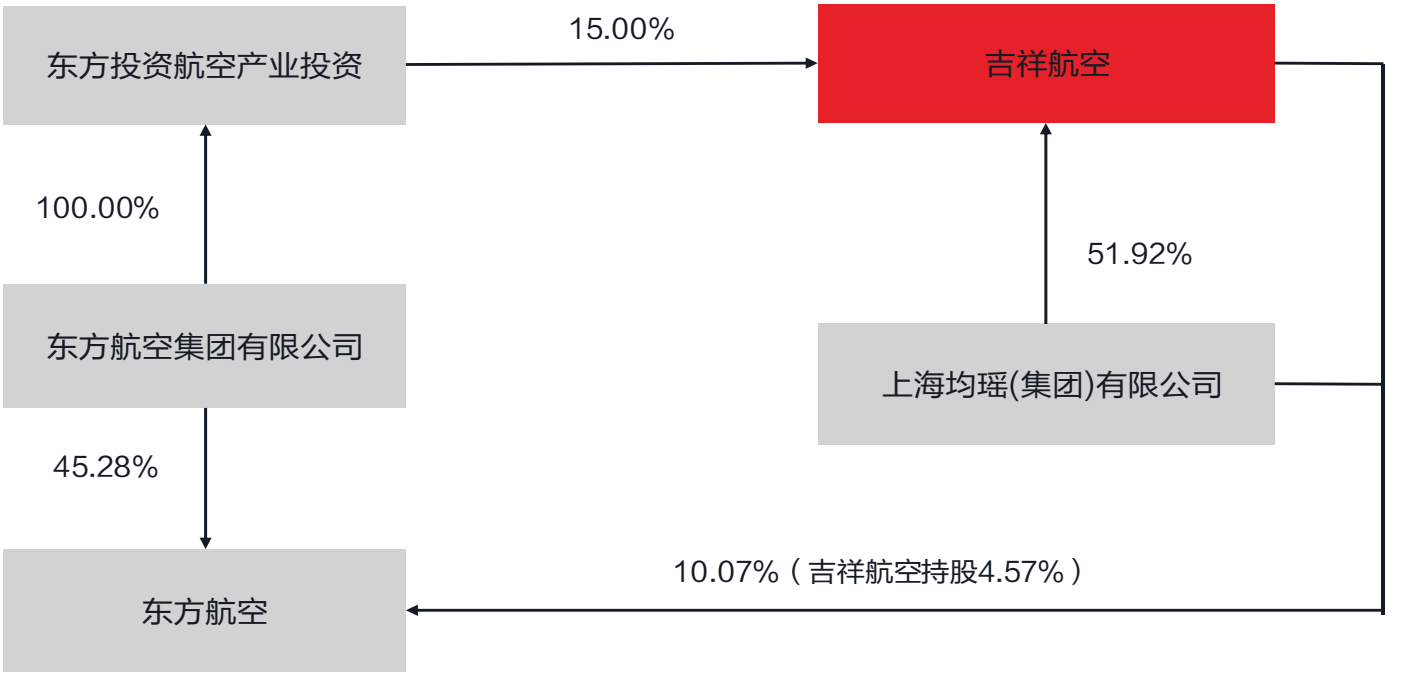


资料来源：民航局，公司公告，西部证券研发中心

2.2联手东航，定价能力有望进一步提升

2019 年 9 月初，公司和东方航空完成交叉持股，东航产投（东航集团全资子公司）持股吉祥航空 15%，均瑶集团和吉祥航空持股东航 10.07%，其中吉祥（含吉祥香港）投资近 30 亿元持股东航 4.57%。同时，均瑶集团和东航集团签订战略合作框架协议，双方除互派董事，在营销、运行、机务维修、相关金融服务及投资等领域也将实现资源整合。

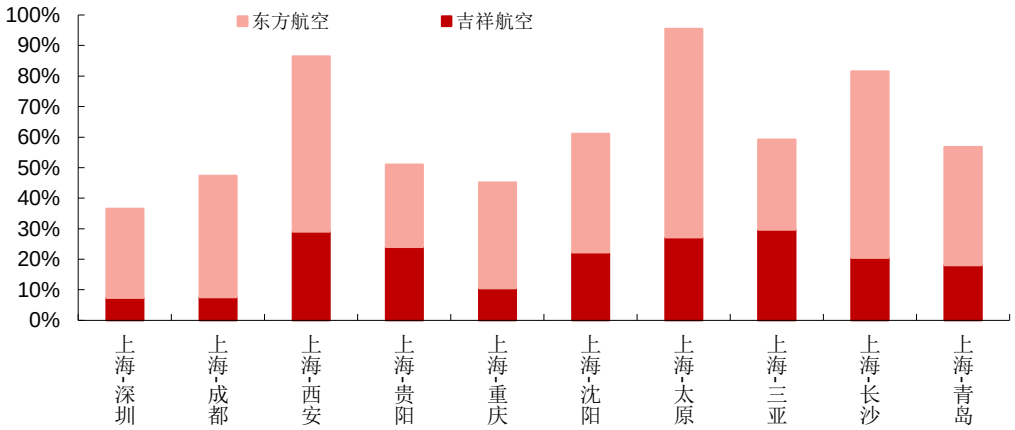
图 20：公司和东航交叉持股已完成



资料来源：公司公告，Wind，西部证券研发中心

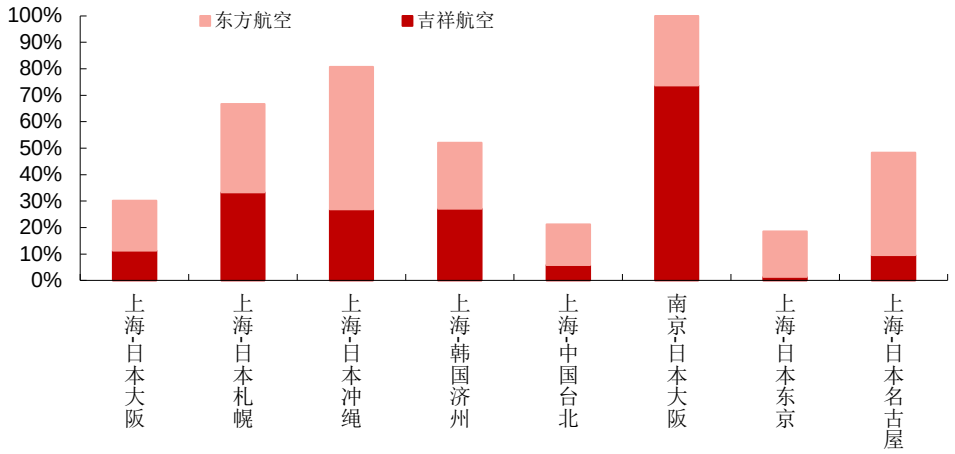
公司和东航强强联手以后，在上海两场市占率合计已超过 50%。而在吉祥航空自身国内前十大收益航线上，大部分航线和东航的时刻占比合计超过或接近 50%；主要盈利的国际和地区航线上，一半航线和东航的时刻占比合计超过 50%。双方的合作将加强两家航司在上海市场、优势航线上的话语权和定价能力，同时在营销、运行、机务维修等方面的共享，也将起到引流和降低成本的作用。

图 21：19 年夏秋航季公司国内收益前十大航线上和东航时刻合计占比大部分超过或接近 50%



资料来源：民航局，公司公告，西部证券研发中心

图 22：19 年夏秋航季公司国际及地区主要盈利航线上公司和东航时刻合计占比一半超过 50%



资料来源：民航局，公司公告，西部证券研发中心

2.3转场大兴机场，获取京沪线时刻增量

商务旅客为主的京沪航线一直是最赚钱的黄金航段之一。据《棱镜》报道，2018 年东航的京沪航线运送旅客量约 344 万人次，客座率达 88.5%，为东航贡献利润约 12.5 亿元，占到其总利润的 46%。

2019 年 10 月 27 日起，吉祥航空的京沪航线将从北京首都机场迁至大兴机场，时刻数量由原来的 0.5 对（晚去早回）增加为 3 对，而时刻质量也得到明显优化，调整后三对时刻均处于相对高峰时段。

公司目前在京沪线上执飞机型为窄体机 A320/321，客舱布局分别为 8 座两舱/150 座经济舱以及 12 座两舱/186 座经济舱；调整后，除了保留一班 A320/321，新增两班均计划由 B787 宽体机进行执飞（客舱布局为 29 座两舱和 295 座经济舱），因此供给将得到大幅提升（单日至少增加 1,296 个座位，运力增长约 327%，其中两舱座位数由 24 个增加至 116 个）。

从目前携程公布的票价看，经济舱折扣率约 6 折，公务舱约 4.2 折，假设客座率 88%、净利率 20%，则新增运力带来的增量收入年化为 4 亿元，增厚利润约 8,000 万元，相当于公司 2018 年净利润的 6.5%。中长期看，随着大兴机场运营逐步成熟，后续时刻放量，公司有望加大对高收益的北京市场的开拓。

表 1：公司在大兴机场获取新的京沪线时刻

航线	19 年夏秋航季		19/20 年冬春航季			
	虹桥机场 T2	首都机场 T3	虹桥机场 T2	大兴机场	执飞机型	座位数（座）
上海-北京	21:45	0:20	7:50	10:30	A320/321	158/198
			10:55	13:10	B787	324
			15:30	18:05	B787	324
	首都机场 T3	虹桥机场 T2	大兴机场	虹桥机场 T2	执飞机型	座位数（座）
北京-上海	6:50	9:05	11:45	14:05	A320/321	158/198
			14:25	16:30	B787	324
			19:25	21:30	B787	324

资料来源：民航局，公司公告，西部证券研发中心

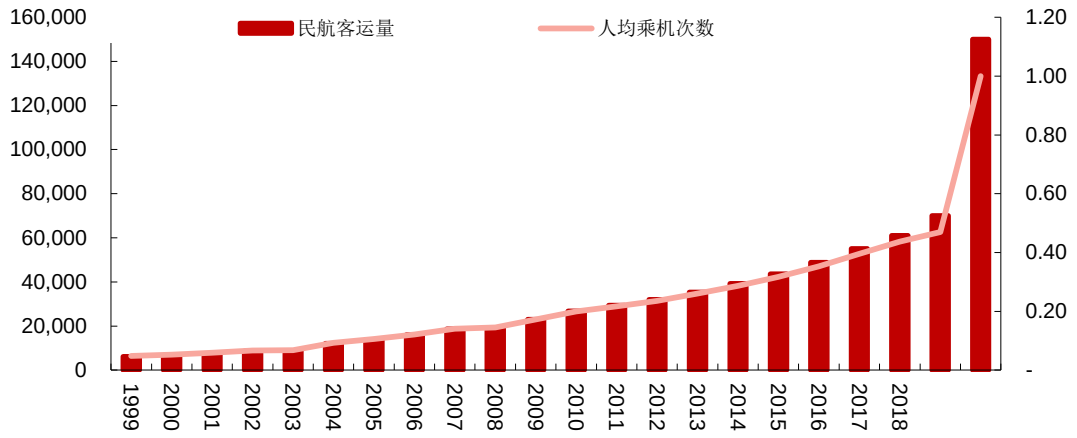
三、开设远程航线，业绩拐点将至

3.1受益航空大众化，国际出行潜力大

随着经济持续发展，我国人均乘机次数快速增长，从 2000 年的 0.05 次提升至 2018 年的 0.44 次，年复合增速 12.4%，但这也仅仅相当于美国 20 世纪 60 年代水平，在同等人均 GDP 水平时，美国已接近 1 次。目前欧美发达国家人均乘机次数超过 2 次以上，亚洲国家中的韩国和日本也分别达到 1.7 和 0.98 次，与之相比，我国航空出行渗透率仍处于低位。我国民航大众化战略目标是到 2020 年人均乘机次数达到 0.47 次，满足 7 亿人次的客运量需求；2030 年实现人均乘机次数 1 次，旅客运输量 15 亿人次。我们预计未来行业旅客运输量将继续保持两位数增长。

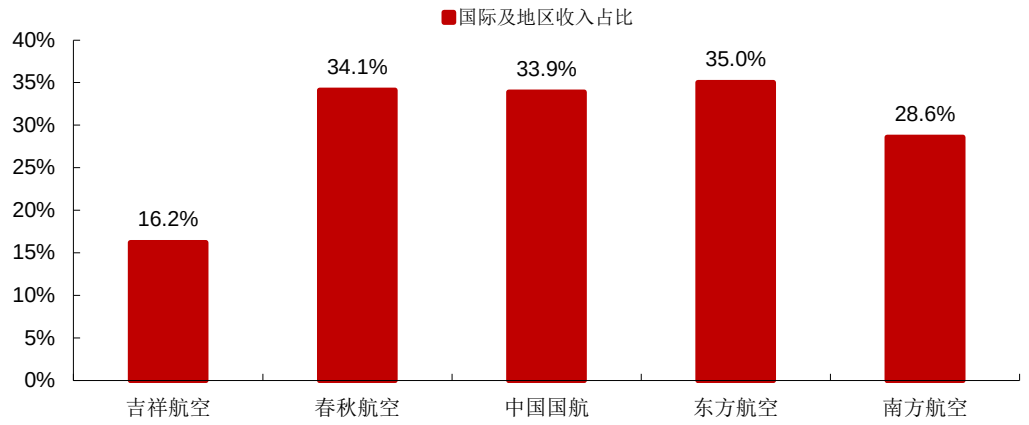
2018 年，我国民航国际航线旅客量仅有 6,367 万人次，居民护照持有率不到 10%。根据国际经验，亚洲国际或地区人均 GDP 从 5,000-8,000 美元向 15,000-20,000 美元过度的阶段是国际出行渗透率大幅提升的阀值。上海作为国内第一大国际航空枢纽城市，将最先受益。2018 年上海两场国际及地区旅客吞吐量占到全国机场的 27%，且国际枢纽地位在不断强化。公司虽然立足上海，但 2018 年国际及地区收入占比仅 16.2%，为上市航企中最低。由于北京、上海等一线机场均有新增产能投放，新一轮国际航权时刻临近释放，公司布局国际航线正当时。

图 23：2018 年我国人均乘机次数仅 0.44



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 24：2018 年公司国际及地区收入占比在上市航司中最低



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

3.2引进宽体机，培育初期拖累业绩

2018 年四季度开始，公司陆续引进波音 787-9 宽体机。截至 2019 年 8 月底，公司共运营了 5 架 B787，预计年底达到 6 架，2020 年再引进 4 架后，组建成 10 架宽体机机队。对比三大航的三舱布局，吉祥航空的 B787 梦想客机采用两舱布局（经济舱+公务舱），并适当加密经济舱，整体座位数比三大航多 30 个左右。密集的座舱布局意味着更低的单位运行成本，公司希望通过其成本上的优势，提供更有竞争力的票价，以获得较高客座率，在国际航线上实现较好盈利。

B787 引进价格是 A320 系列的 4 倍左右，因此每年产生的折旧成本远高于窄体机队，而其起降费和地面服务费也分别是 A320 系列的 4 倍和 3 倍，此外包括航路费用、进近指挥费等都有大幅提升。因此，宽体机运营压力主要来自于成本端，而盈利关键则是日利用率和客座率。

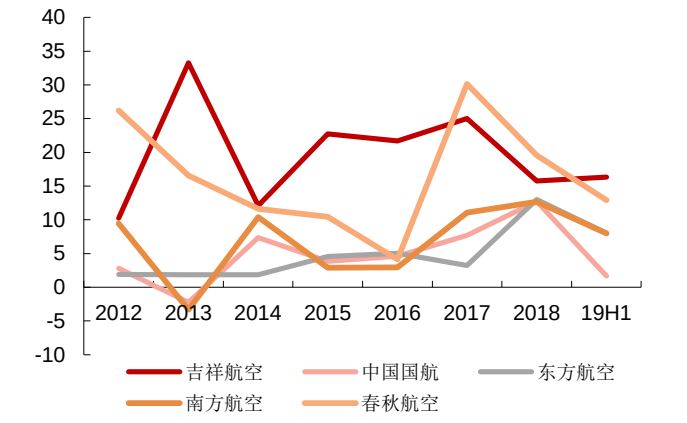
由于政策限制，B787 引进前半年只能在国内航线上运营，机队尚未形成规模，飞机日利用小时受到压制，单位扣油成本大幅提升，导致公司 18Q4 单季度亏损 2.13 亿元，为上市以来最大幅度。

表 2：公司执飞机型情况

机型	目录价格(亿美元)	座位数（个）	客舱布局
空客 A320	0.62	158	8 座两舱和 150 座经济舱
空客 A321	1.18	198	12 座两舱和 186 座经济舱
波音 B737	1.02	189	189 座单一经济舱布局
波音 B787	2.82	324	29 座两舱和 295 座经济舱

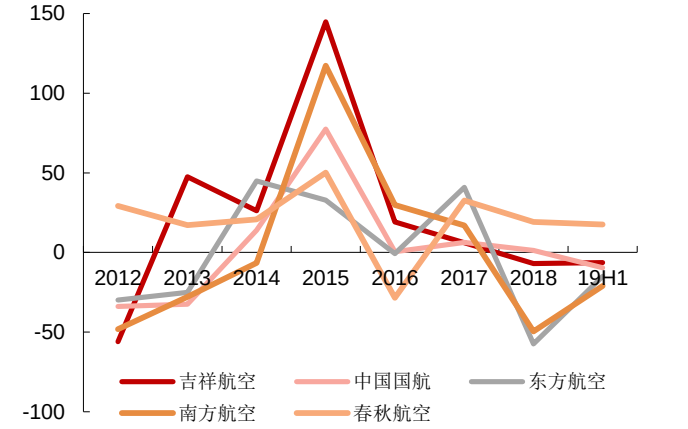
资料来源：空客、波音公司官网，公司公告，西部证券研发中心；注：航司实际购机价格通常是目录价格 5 折左右

图 25：公司收入同比增速（%）领先行业



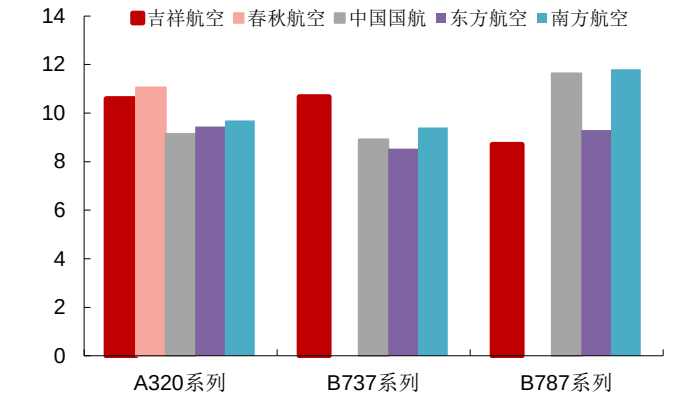
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 26：由于 B787 引进，2018 年公司净利同比下滑 7%（%）



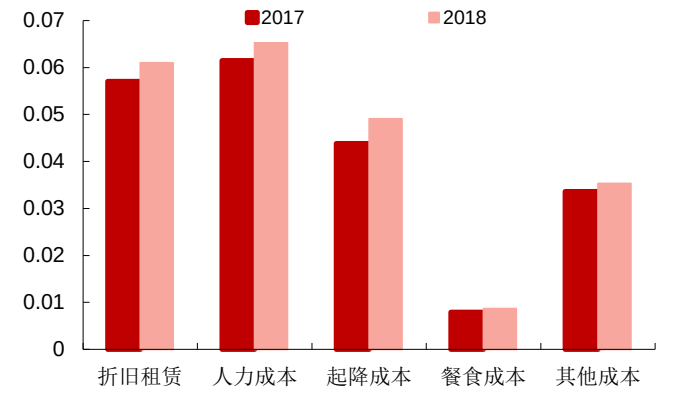
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 27：2018 年公司 B787 飞机利用小时低于行业（小时）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 28：2018 年公司单位非油成本大幅提升（元/座公里）

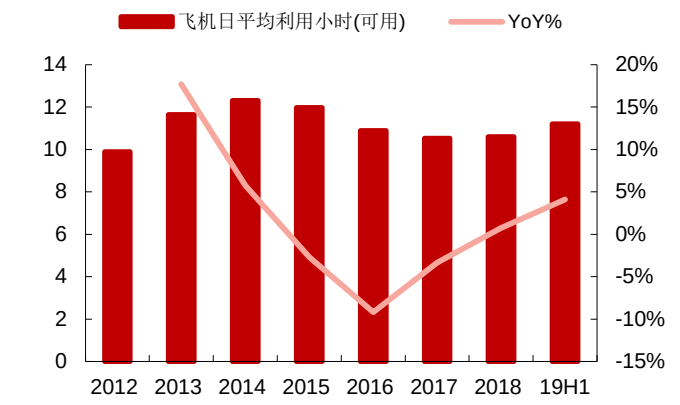


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

3.3洲际航线开通，长期前景好于预期

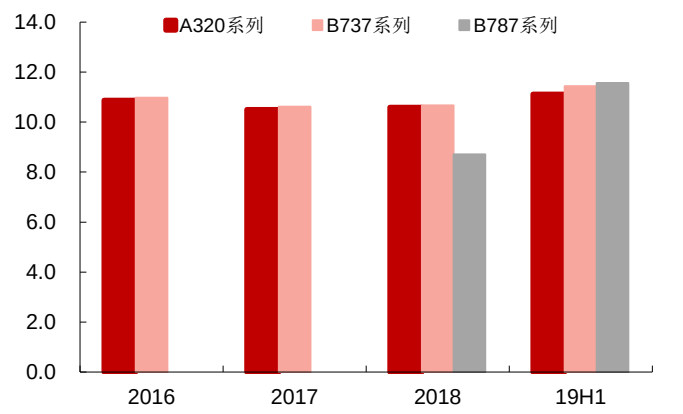
2019 年上半年，公司 B787 主要执飞国内优质干线时刻，如上海往返深圳、广州、成都、西安、三亚和重庆等（新加坡航线宽体机仅在春运期间运行）。随着宽体机机队渐成规模，机型、机组和网络等磨合初步完成，其利用率明显提升，日飞行小时数由 18Q4 的 8.71 小时增加至 19H1 的 11.57 小时，而公司整体机队日利用率也触底回升至 11.2 小时，成为行业最佳。上半年公司座公里成本 0.345 元，同比增加 3.3%，扣油成本同比提升 4.4%，其中 Q1、Q2 座公里成本分别同比增长 3.8%和 2.9%，增幅较 18Q4（+27.1%）大幅放缓。

图 29：19H1 公司飞机利用小时已经开始明显回升



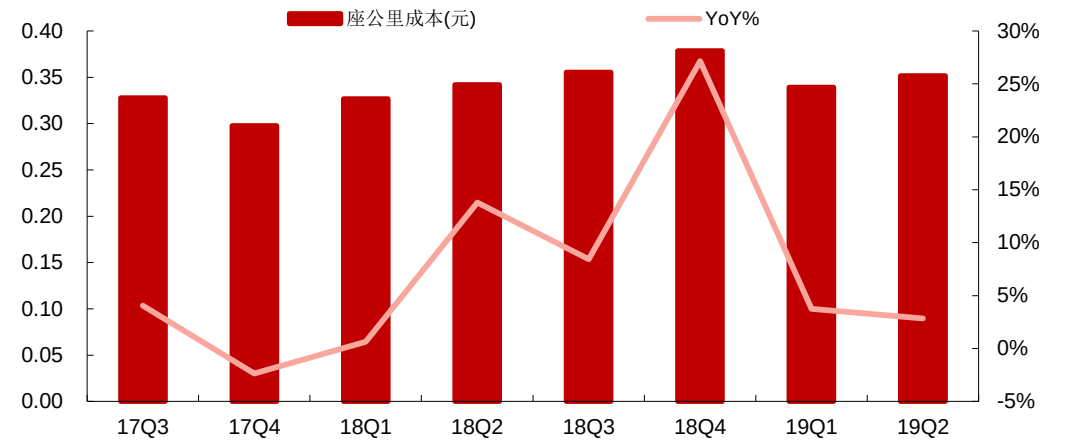
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 30：19H1 公司所有机型飞机利用小时都已超过 11 个小时



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 31：19H1 公司座公里成本增速较 18Q4 大幅放缓



资料来源：Wind，西部证券研发中心

2019 年 6 月底，公司首条远程国际航线上海浦东直飞芬兰赫尔辛基开通，每日一班。目前这条航线直飞航班由公司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。赫尔辛基作为芬兰首都，不仅受益于北欧旅行兴起，也是欧洲重要中转点之一。

洲际航线的开设可以拉长航距、提升飞机利用率，从而降低单位油耗以及摊薄扣油成本。上海-赫尔辛基航线航距约 7,400 公里，耗时 10.5 小时，假设油价 5,000 元/吨，我们测算其单班营业成本约 64 万元，座公里成本约 0.27 元。

赫尔辛基航线处于运营初期，因此虽然去程客座率已超过 80%，但返程仍在 50%以下。同时由于去程票价高于返程，从目前经营数据来看，去程航线贡献毛利，而回程航线大幅亏损，综合往返数据，航线整体依旧处于盈亏平衡点以下。但是随着航线培育成熟，参考芬兰航空的表现，全年平均客座率水平有望超过 85%，中长期看，我们预计首条航线贡献盈利将是大概率事件。

未来公司 B787 执飞的洲际航线会逐步增加，除了年底计划开通墨尔本航线，明年还计划开通曼城、冰岛和都柏林以及国内其他机场始发开通洲际航线。近程国际航线可能会放在日本（由于 2020 年东京举办奥运会，近期航权重启分配，吉祥航空新增上海浦东-东京成田每日 1 班）。随着洲际航线的不断拓展，航班时刻衔接的选择更多，优化空间也更大，国内-国际的串飞有

望进一步提升 B787 宽体机的利用效率，持续摊薄成本，同时洲际航线一旦培育成熟，将成为公司业绩新的增长点。

表 3：19 年夏秋航季公司 B787 主要投放国内优质干线以及赫尔辛基、台北/高雄国际地区航线

机型	国内	一周执飞班次	航距(公里)	座位数	ASK(座公里)
	上海虹桥-广州	12	1,308	324	5,085,504
	上海虹桥-成都	14	1,726	324	7,829,136
	上海浦东-深圳	14	1,343	324	6,091,848
	上海虹桥-深圳	26	1,343	324	11,313,432
	上海虹桥-西安	14	1,351	324	6,128,136
B787	**小计**	**80**	**1,406**	**324**	**36,448,056**
	国际及地区	**一周执飞班次**	**航距(公里)**	**座位数**	**ASK(座公里)**
	上海浦东-赫尔辛基	13	7,380	324	31,084,560
	上海浦东-高雄	4	964	324	1,249,344
	上海浦东-台北	10	679	324	2,199,960
	小计	**27**	**3,948**	**324**	**34,533,864**

资料来源：民航局，公司公告，飞常准，西部证券研发中心

表 4：公司宽体机、窄体机国内长短途航线成本测算

航线	短途航线(上海-青岛)			长途航线(上海-三亚)		
机型	**A320**	**A321**	**B787**	**A320**	**A321**	**B787**
飞机最大业载(吨)	12	22	41	12	22	41
最大起飞重量(吨)	77	94	254	77	94	254
座位数(座)	158	198	324	158	198	324
客座率(%)	90%	90%	90%	90%	90%	90%
旅客数量(人)	142	178	292	142	178	292
行李(个/人)	1	1	1	1	1	1
机场停场时间(小时)	2	2	2	2	2	2
单机场客桥使用时间(小时)	2	2	2	2	2	2
飞行时长(小时)	2	2	2	3	3	3
飞行小时油耗(吨)	2.3	2.7	4.7	2.3	2.7	4.7
航油成本(元/吨)	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
机组(人)	7	7	10	7	7	10
起降费	1,848	2,244	6,728	1,848	2,244	6,728
停场费	-	-	-	-	-	-
客桥费	400	400	400	400	400	400
旅客服务费	4,835	6,059	9,914	4,835	6,059	9,914
旅客安检费	1,138	1,426	2,333	1,138	1,426	2,333
地面服务费	2,262	3,286	5,095	2,262	3,286	5,095
进近指挥费	280	340	1,593	280	340	1,593
航路费	270	270	388	800	800	1,148
机场收费合计（元）	**11,033**	**14,025**	**26,451**	**11,562**	**14,554**	**27,211**
航油成本	23,000	27,300	47,000	34,500	40,950	70,500
人工成本	1,580	1,580	1,960	2,370	2,370	2,940

折旧成本	10,660	12,338	36,343	15,990	18,507	54,514
维修成本	4,600	5,460	9,400	6,900	8,190	14,100
餐食成本	3,160	3,960	6,480	3,160	3,960	6,480
民航发展基金	797	797	1,594	2,358	2,358	4,715
成本合计（元）	**54,830**	**65,460**	**129,228**	**76,840**	**90,889**	**180,460**
座公里航油成本（元）	0.210	0.199	0.209	0.107	0.101	0.106
单座位成本（元）	347	331	399	486	459	557
单客成本（元）	386	367	443	540	510	619
座公里成本（元）	0.501	0.477	0.576	0.237	0.224	0.272
客公里成本（元）	0.556	0.530	0.639	0.264	0.249	0.302

资料来源：民航局，西部证券研发中心

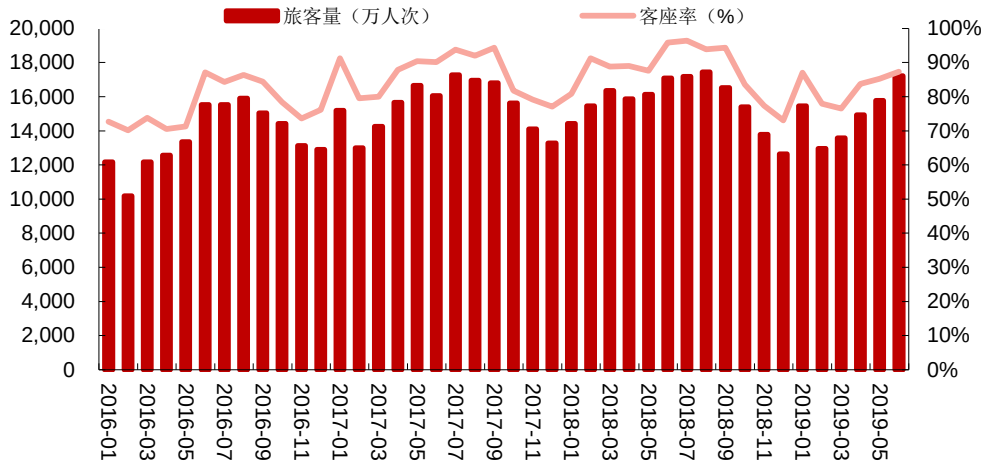
表 5：公司宽体机、窄体机国际及地区近程、远程航线成本测算

航线	近程航线(上海-台北)			远程航线(上海-赫尔辛基)
机型	**A320**	**A321**	**B787**	**B787**
飞机最大业载(吨)	12	22	41	41
最大起飞重量(吨)	77	94	254	254
座位数(座)	158	198	324	324
客座率(%)	80%	80%	80%	80%
旅客数量(人)	126	158	259	259
行李(个/人)	2	2	2	2
机场停场时间(小时)	2	2	2	4
单机场客桥使用时间(小时)	2	2	2	2
飞行时长(小时)	2	2	2	10.5
飞行小时油耗(吨)	2.3	2.3	4.7	4.7
航油成本(元/吨)	5,000	5,000	5,000	5,000
机组(人)	7	7	10	12
起降费	3,280	3,940	11,624	11,624
停场费	-	-	-	1,744
客桥费	400	400	400	400
旅客服务费	8,848	11,088	18,144	18,144
旅客安检费	3,034	3,802	6,221	6,221
地面服务费	2,262	3,286	5,095	5,095
进近指挥费	477	579	2,708	2,708
航路费	951	951	1,019	11,070
机场收费合计（元）	**19,251**	**24,045**	**45,210**	**57,005**
航油成本	23,000	23,000	47,000	246,750
人工成本	3,160	3,160	3,920	35,030
折旧成本	10,660	12,338	36,343	161,416
维修成本	4,600	4,600	9,400	49,350
餐食成本	4,740	5,940	9,720	22,680
民航发展基金	781	781	1,562	13,469
其他成本	7,000	8,000	17,000	57,000
成本合计（元）	**73,192**	**81,864**	**170,155**	**642,699**

座公里航油成本（元）	0.214	0.171	0.214	0.103
单座位成本（元）	463	413	525	1,984
单客成本（元）	579	517	656	2,480
座公里成本（元）	0.682	0.609	0.773	0.269
客公里成本（元）	0.853	0.761	0.967	0.336

资料来源：民航局，西部证券研发中心

图 32：上海-赫尔辛基航线客座率全年客座率可达 85%



资料来源：欧盟统计局，西部证券研发中心

四、盈利预测、估值和投资建议

4.1盈利预测

核心假设：

1） 假设 2019/20/21 年公司机队规模分别达到 99/119/139 架，其中吉祥航空本部为 75/90/104 架，九元航空为 24/29/35 架，因此未来三年 ASK 同比增速将分别为 15.8%/21.4%/18.2%；

2） 假设公司和东方航空完成交叉持股后，双方不断加强合作，公司在上海市场、优势航线上的话语权和定价能力不断提升，同时两家航企在营销、运行、机务维修等方面的共享，也将起到引流和降低成本的作用；

3） 假设京沪航线经济舱折扣率 6 折、公务舱 4.2 折、客座率 88%、净利率 20%，公司转场北京大兴机场时刻数量增加为 3 对，运力至少增加约 327%，新增运力带来的增量收入年化为 4 亿元，增厚利润约 8,000 万元，相当于公司 2018 年净利润的 6.5%。中长期看，随着大兴机场运营逐步成熟，后续时刻放量，公司有望加大对高收益的北京市场的开拓；

4） 假设公司首条洲际航线上海直飞赫尔辛基逐步培育成熟，客座率和票价水平向芬兰航空靠拢（全年平均客座率超过 85%），宽体机利用率大幅提升，单位油耗降低、扣油成本摊薄，贡献盈利成为大概率事件。同时中长期，公司不断获取优质国际航权时刻，成为业绩新的增长点；

5） 假设 2019/20/21 年 WTI 原油价格为 58/56/55 美元/桶，人民币美元平均汇率为 6.93/7.20/7.25（根据西部证券宏观组预测）。

盈利预测：我们预计 2019/20/21 年公司营业收入分别为 169.4 亿、211.3 亿和 255.6 亿元，同比增长 17.9%、24.7%和 21.0%，归母净利润分别为 13.9 亿、17.9 亿和 21.3 亿元，同比增长 12.9%、28.5%和 19.1%，考虑到增发摊薄，每股盈利为 0.71 元、0.91 元和 1.08 元，对应 PE 分别为 19.6X、15.2X 和 12.8X。

表 6：公司盈利预测关键假设

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
可用座公里数(百万人公里)	15,301	20,951	25,786	31,529	34,812	40,296	48,931	57,828
YoY%	*12.7%*	*36.9%*	*23.1%*	*22.3%*	*10.4%*	*15.8%*	*21.4%*	*18.2%*
旅客周转量(百万人公里)	12,851	17,845	22,097	27,411	30,021	34,563	42,014	49,879
YoY%	*13.1%*	*38.9%*	*23.8%*	*24.1%*	*9.5%*	*15.1%*	*21.6%*	*18.7%*
平均客座率(%)	84.0%	85.2%	85.7%	86.9%	86.2%	85.8%	85.9%	86.3%
客运人公里收益(元)	0.51	0.45	0.44	0.44	0.47	0.48	0.49	0.50
YoY%	*-0.6%*	*-11.8%*	*-2.1%*	*0.7%*	*5.9%*	*2.5%*	*2.7%*	*2.0%*
航空客运	6,497	7,960	9,650	12,053	13,982	16,504	20,603	24,952
航空货运	117	140	165	178	216	260	344	414
其他业务	2	1	1	0	0	0	0	0
主营业务收入合计	**6,615**	**8,101**	**9,816**	**12,232**	**14,198**	**16,764**	**20,947**	**25,365**

YoY %								
航空客运	*12.5%*	*22.5%*	*21.2%*	*24.9%*	*16.0%*	*18.0%*	*24.8%*	*21.1%*
航空货运	*-6.4%*	*20.0%*	*18.0%*	*8.1%*	*21.0%*	*20.5%*	*32.3%*	*20.2%*
其他业务	*1895.6%*	*-25.1%*	*-23.0%*	*-54.7%*	*-99.5%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
主营业务收入合计	*12.1%*	*22.5%*	*21.2%*	*24.6%*	*16.1%*	*18.1%*	*25.0%*	*21.1%*
其他业务收入	32	57	112	179	168	177	186	195
YoY%	*19.0%*	*78.6%*	*96.0%*	*60.1%*	*-6.1%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*
总营业收入合计	**6,647**	**8,158**	**9,928**	**12,412**	**14,366**	**16,941**	**21,133**	**25,560**
YoY%	*12.1%*	*22.7%*	*21.7%*	*25.0%*	*15.7%*	*17.9%*	*24.7%*	*21.0%*
Gross Margin	18.6%	25.8%	21.8%	20.4%	14.9%	16.2%	16.6%	16.7%
EBIT Margin	8.3%	17.1%	14.1%	12.3%	7.0%	8.4%	9.0%	9.1%
EBITDA Margin	12.9%	21.2%	18.9%	18.7%	13.2%	13.5%	13.9%	13.9%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

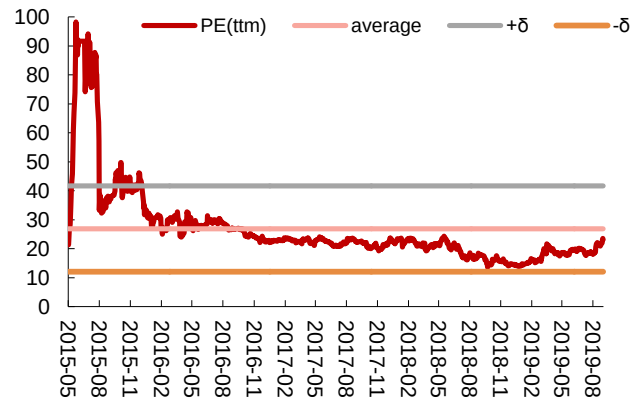
4.2估值和投资建议

今年以来，公司股价上涨约 10%，目前市值约 270 亿元，PE（TTM）=22.1X（历史均值为 26.9X），PB（MRQ）=2.64X（历史均值为 4.85X）。而同属民营航企、机队规模相近的春秋航空今年股价涨幅已超过 30%，目前市值约 390 亿元，PE(TTM)=23.8X，PB(MRQ)=2.81X。我们认为除了春秋航空作为低成本航空龙头享受一定估值溢价以外，市场对公司运营宽体机是否能成功的担忧也是产生差异的原因。

由于 1）公司上市以来业绩增速行业领先，受外部因素影响相对较弱（油价、汇率敏感性相对三大航而言较低），补贴占利润总额比重历史均值 22%，接近行业最低，PE/PB 估值相比大航应有一定溢价；2）公司过去三年 PE(TTM)均值为 19.2X，未来三年业绩复合增速约 16.5%（1 倍 PEG 对应 PE 为 16.5X），综合考虑，取中值，我们认为给予 2020 年 18 倍 PE 估值相对合理，目标价为 16.37 元。

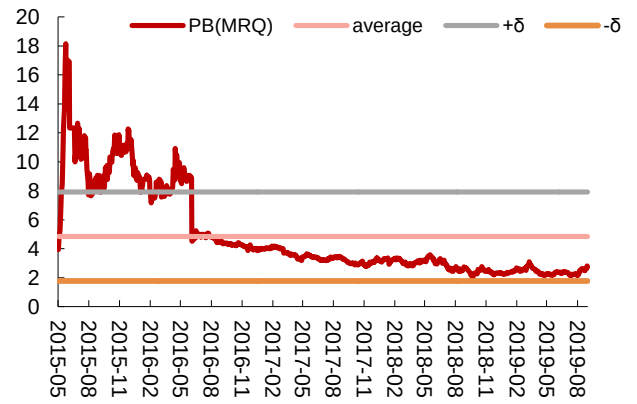
作为以上海两场为主基地的航空公司，吉祥航空具有先天的优质客源和高品质时刻资源，“全服务品质、最优成本结构”战略使其业绩增速、盈利能力领先行业。公司联手东航，定价能力有望进一步提升。虽然引进宽体机初期业绩受到拖累，但随着机型、机队、网络等初步磨合完成，公司经营数据已经触底回升，同时洲际航线开通，长期前景好于预期，业绩拐点将至。我们首次覆盖公司，给予“增持”评级。

图 33：公司 PE(TTM)估值处于历史均值 26.9X 以下



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 34：公司 PB(MRQ)处于历史较低水平（历史均值为 4.85X）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 7：行业可比公司估值情况

公司	股票代码	币种	股价（元）	总市值（百万元）	P/E(X) 2019E	P/E(X) 2020E	P/B(X) 2019E	P/B(X) 2020E	ROE(%) 2019E	ROE(%) 2020E
A 股上市公司										
春秋航空	601021.SH	CNY	42.33	38,806	20.8	17.1	2.6	2.3	12.5	13.4
南方航空	600029.SH	CNY	6.49	74,728	14.1	10.1	1.1	1.0	7.6	9.6
东方航空	600115.SH	CNY	5.14	74,620	15.9	10.5	1.3	1.2	7.7	10.4
中国国航	601111.SH	CNY	7.83	105,280	13.6	10.6	1.1	1.0	8.0	9.6
平均值					**16.7**	**12.6**	**1.7**	**1.5**	**9.7**	**11.3**
中值					**15.9**	**10.6**	**1.3**	**1.2**	**8.0**	**10.4**
吉祥航空	603885.SH	CNY	13.43	26,405	19.0	14.8	2.4	2.1	12.5	13.8
H 股上市公司										
国泰航空	0293.HK	HKD	9.58	37,686	11.1	10.1	0.6	0.6	5.2	5.2
中国东方航空股份	0670.HK	HKD	3.65	82,755	7.6	5.2	0.8	0.7	11.8	15.9
中国国航	0753.HK	HKD	6.63	116,759	10.6	8.5	0.9	0.8	8.3	9.7
中国南方航空股份	1055.HK	HKD	4.54	82,875	10.3	6.3	0.7	0.7	6.4	9.9
平均值					**9.5**	**6.6**	**0.8**	**0.7**	**7.9**	**10.2**
中值					**10.4**	**7.4**	**0.8**	**0.7**	**7.3**	**9.8**

资料来源：Wind，西部证券研发中心；注释：股价为 2019/10/9 收盘价；除了春秋航空和吉祥航空，其他为 wind 一致预期。

4.3风险提示

1）宏观经济波动风险：航空业的发展与宏观经济高度相关，全球航空客、货运输量趋势受宏观经济周期影响显著。如国内外宏观经济走势不及预期 可能对航空运输企业财务状况和经营业绩造成的不利影响；

2）航油价格波动风险：航油是航空公司重要生产成本之一，如遇油价大幅上涨，势必导致公司生产成本大幅上涨，进而影响公司整体盈利水平；

3）汇率、利率变动风险：公司带息债务以人民币、美元债务为主，利率变动将直接影响这些债务的利息，进而带来公司净利润及经营业绩波动的风险；

4）业务扩张导致的经营管理风险：公司引进 B787 机型进军洲际航空市场，且国际航线竞争相对激烈，航线尚处于培育发展期，如各项运营指标低于预期，势必拖累公司整体业绩的增速；

5）航空安全风险：航空安全为各航空公司的首要关注点，如发生安全事故，将会对公司的整体运营和声誉造成不可估量的后续影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2,103	1,825	2,649	2,903	3,967
应收款项	259	376	372	561	568
存货净额	90	144	131	211	202
其他流动资产	1,522	2,973	2,592	3,491	3,934
流动资产合计	**3,973**	**5,318**	**5,744**	**7,166**	**8,671**
固定资产及在建工程	15,262	14,899	17,526	19,978	22,254
长期股权投资	165	144	144	144	144
无形资产	101	111	104	96	89
其他非流动资产	736	984	984	984	984
非流动资产合计	**16,264**	**16,137**	**18,757**	**21,202**	**23,471**
资产总计	**20,237**	**21,455**	**24,501**	**28,368**	**32,142**
短期借款	3,071	5,628	6,628	7,628	8,628
应付款项	1,255	1,503	1,738	2,286	2,582
其他流动负债	1,356	1,464	1,707	2,227	2,564
流动负债合计	**5,682**	**8,595**	**10,073**	**12,141**	**13,773**
长期借款及应付债券	4,996	2,023	2,023	2,023	2,023
其他长期负债	775	1,237	1,237	1,237	1,237
长期负债合计	**5,771**	**3,260**	**3,260**	**3,260**	**3,260**
负债合计	**11,453**	**11,855**	**13,333**	**15,401**	**17,033**
股本	1,797	1,797	1,966	1,966	1,966
股东权益	8,783	9,600	11,169	12,967	15,109
负债和股东权益总计	**20,237**	**21,455**	**24,501**	**28,368**	**32,142**

现金流量表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,352	1,240	1,399	1,798	2,142
折旧摊销	705	767	740	915	1,091
营运资金变动	467	-122	877	-100	191
其他	237	64	244	262	288
经营活动现金流	**2,761**	**1,949**	**3,260**	**2,875**	**3,712**
资本支出	-3,508	-5,397	-3,360	-3,360	-3,360
其他	299	867	20	20	20
投资活动现金流	**-3,209**	**-4,530**	**-3,340**	**-3,340**	**-3,340**
债务融资	1,343	2,873	1,000	1,000	1,000
权益融资	5	-	169	-	-
其它	-456	-827	-264	-282	-308
筹资活动现金流	**892**	**2,045**	**905**	**718**	**692**
汇率变动	-	-	-	-	-
现金净增加额	**444**	**-535**	**825**	**254**	**1,064**

利润表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**12,412**	**14,366**	**16,941**	**21,133**	**25,560**
营业成本	9,859	12,208	14,184	17,605	21,277
营业税金及附加	26	12	14	18	22
销售费用	532	598	695	845	1,022
管理费用	384	422	508	634	767
财务费用	269	273	264	282	308
其他费用/（-收入）	-12	-193	-20	-20	-20
营业利润	**1,354**	**1,045**	**1,296**	**1,769**	**2,184**
营业外净收支	472	647	632	711	772
利润总额	**1,826**	**1,693**	**1,928**	**2,480**	**2,956**
所得税费用	474	453	529	682	814
净利润	**1,352**	**1,240**	**1,399**	**1,798**	**2,142**
少数股东损益	26	7	8	10	12
归属于母公司净利润	**1,326**	**1,233**	**1,391**	**1,788**	**2,131**

财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
ROE	15.1%	12.8%	12.5%	13.8%	14.1%
毛利率	20.6%	15.0%	16.3%	16.7%	16.8%
营业利润率	10.9%	7.3%	7.6%	8.4%	8.5%
销售净利率	10.9%	8.6%	8.3%	8.5%	8.4%
成长能力					
营业收入增长率	21.7%	15.7%	17.9%	24.7%	21.0%
营业利润增长率	17.7%	-22.8%	24.0%	36.5%	23.5%
净利润增长率	26.6%	-8.3%	12.9%	28.5%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	55.3%	54.4%	54.3%	53.0%
流动比	0.70	0.62	0.57	0.59	0.63
速动比	0.68	0.60	0.56	0.57	0.61

每股指标与估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标					
EPS	0.74	0.69	0.71	0.91	1.08
BVPS	4.81	5.25	5.59	6.50	7.58
估值					
P/E	20.7	18.3	19.6	15.2	12.8
P/B	3.2	2.4	2.5	2.1	1.8
P/S	2.2	1.6	1.6	1.3	1.1

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址： 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐　青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李　佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张　璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
程　瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈　妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱　丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪　欢	上海	机构销售助理	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
程　琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
杨　洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
孙　曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
李　思	广州	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
高　飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕　飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。