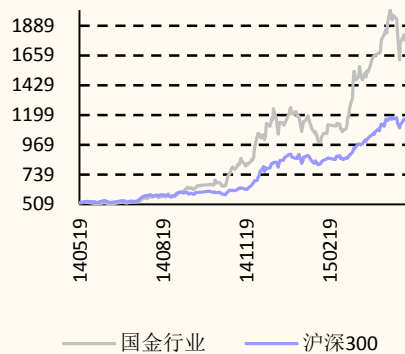


上市定价 (人民币): 11.00-12.00 元
 目标价格 (人民币): 38.00-40.00 元
 询价定价 (人民币): 11.00-12.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

总股本(百万股) 500.00
 国金航空运输指数 1793.78
 沪深 300 指数 4718.44



1. 《东航预增,上调三大航业绩预测,看好春运》, 2015.2.3

2. 《油价大跌释放业绩弹性,供需好加速估值修复》, 2014.12.1

3. 《油价急跌和本币升值催化航空股估值修复行情》, 2014.10.16

4. 《周期反弹,结构改善和低基数演绎估值修复行情》, 2014.8.11

5. 《中国支线航空深度研究》, 2014.5.23

迪士尼弹性最大, 优质低价高效低耗的民营航空

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.677	0.855	1.487	2.188	2.895
每股净资产(元)	3.26	4.01	5.96	7.52	9.57
每股经营性现金流(元)	2.01	1.73	1.79	2.41	3.60
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	47.53%	26.30%	97.52%	47.12%	32.32%
净资产收益率(%)	20.81%	21.33%	24.96%	29.11%	30.25%
总股本(百万股)	500.00	500.00	568.00	568.00	568.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **立足上海, 定位中高端的民营航空:** 吉祥航空母公司以上海为基地, 目前拥有 42 架 A320 飞机, 运营 70 多条航线, 定位中高端商务和旅游市场。子公司九元航空目前运营 3 架 B737 飞机, 以广州为基地, 定位低成本航空。14 年公司 88% 的客运量由上海两场承接, 占据上海航空市场 8% 的份额。公司为民营航空, 实际控制人王均金持股 84.5%
- **优质低价是核心竞争力, 双枢纽协同空间大:** 公司的竞争策略是低价优质, 即以最优成本结构支撑略低于市场竞争对手的价格水平, 为客户提供超出票价水平预期的高性价比服务。在此策略下, 公司客公里收入低于行业 15%, 客座率高于行业 3%。未来母子公司将以上海和广州为双枢纽, 国内连接华东和华南, 国际连接日韩、东南亚和澳洲形成协同一体的航线网络
- **传承民企优良传统, 高效率低成本是盈利支点:** 虽然公司不是完全意义上的低成本航空, 但传承了民企高效节俭的优良传统, 具备两高(飞机利用率 12.3 小时、客座率 84%), 两低(运营成本低于行业 13%、人机比 84)和一单(A320 或 B737 单一机型)的廉价航空特点。低价优质和高效低耗策略结合推动公司实现毛利率 18.7% 和单位毛利 0.08 元, 遥遥领先行业平均水平
- **迪士尼弹性最大的交运股, 增厚盈利 33%:** 在迪士尼接待量 1500 万人次和票价客运人次量价齐升的情况下, 迪士尼将拉动公司盈利增长 33%, 显著高于相同假设下东航和春秋 23% 和 10% 的增厚幅度, 公司是迪士尼弹性最大的交运股, 价值和稀缺性凸显。
- **募集资金购买飞机, 未来机队规模有望快速扩大:** 公司拟发行不超过 6800 万股募集资金用于引进 7 架 A320 飞机及 2 台备用发动机的。公司计划于 2020 年前将机队规模由 14 年末的 41 架扩大至 131 架, 长期成长空间打开

申购建议

- 我们预计公司 15-18 年发行全面摊薄后的 EPS 为 1.49, 2.19 和 2.9 元, 考虑行业平均 PE 水平, 建议申购价为 12 元

估值

- 考虑到公司 ROE 较高, 具备持续成长性、迪士尼弹性最大, 内部治理优秀, 合理股价在 40 元左右, 对应 15 年 PE 为 26.8X, 总市值 227 亿元

风险

- 飞机引进速度缓慢、迪士尼开园时间延后、九元航空市场拓展低于预期

吴彦丰 分析师 SAC 执业编号: S1130514080001
 (8621)60230251
 wuyanfeng@gjzq.com.cn

单击此处输入文字。

内容目录

立足上海、定位中高端的民营航空	4
立足上海基地	5
民企追梦 24 载终成真	5
股权结构	5
民航稳步发展，消费属性不断增强	6
运输总量不断增长，国内是主要市场	6
航空消费属性不断增强，处于快速发展期	7
公司客群定位清晰，低价优质策略是核心，双枢纽协同空间大	8
客群定位清晰，母子公司差异化发展	8
低价优质定价策略是核心竞争力	9
差异化航线布局和双枢纽协同空间大	10
传承民企优良传统，高效率低成本是盈利支点	11
高客座率和高飞机利用率 摊薄成本	11
拥有行业最低的运营成本和人机比	12
年轻机队与统一机型降低折旧租赁和修理成本	13
单位毛利和毛利率高于同行是低价优质和高效低耗策略的结果	14
迪士尼弹性最大的交运股，增厚盈利 33%，价值和稀缺性凸显	15
募投项目分析	17
估值、盈利预测与申购建议	18

图表目录

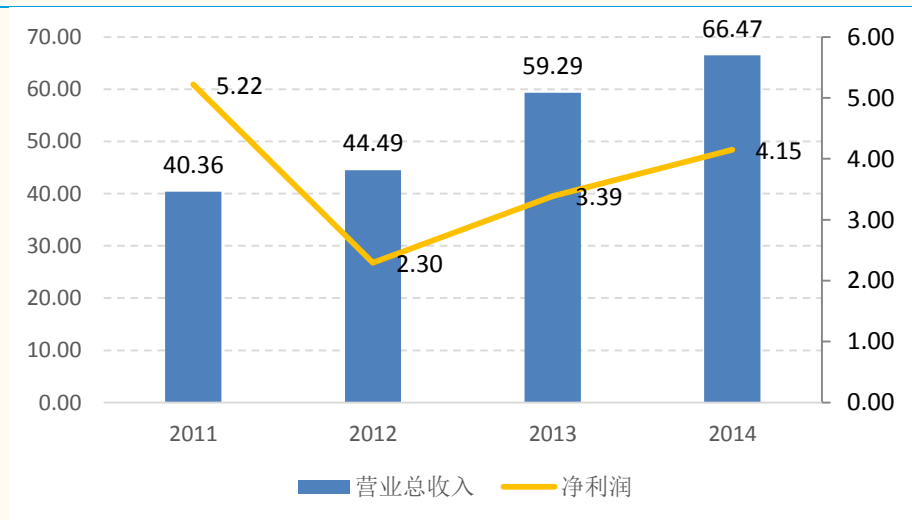
图表 1：公司营收稳步增长（亿元）	4
图表 2：吉祥航空营运规模	4
图表 3：吉祥航空进出上海航班量占比不断提升	5
图表 4：吉祥航空上海两场份额不断提升	5
图表 5：吉祥航空股权结构	6
图表 6：民航客货运输情况	6
图表 7：民航经营规模持续扩张	6
图表 8：2013 年航空旅客运输量构成（万人）	7
图表 9：2013 年航空货邮运输量构成（万吨）	7
图表 10：航空旅客周转量与人均 GDP 同步增长	7
图表 11：2012 年世界主要国家人均 GDP 与人均乘机次数情况	8
图表 12：吉祥航空客公里收入略低于行业平均	9
图表 13：吉祥航空国内航线客公里收入低于行业 15%	9
图表 14：吉祥航空客座率高于行业平均 3% 左右	9
图表 15：吉祥航空航线网络布局	10

图表 16: 吉祥航空国内航线平均运距位列前茅 (单位: 公里)	10
图表 17: 吉祥航空集团和九元航空机队规模预测.....	11
图表 18: 吉祥航空飞机日利用率 (小时) 持续提升	12
图表 19: 吉祥航空 2014 年飞机日利用率鹤立鸡群	12
图表 20: 吉祥可用吨公里营业成本行业最低 (单位: 元.....)	12
图表 21: 吉祥扣除燃油后的单位成本行业最低 (元)	12
图表 22: 吉祥航空人机比处于行业最低水平 (2014 年)	13
图表 23: 公司机队情况.....	13
图表 24: 吉祥航空租赁折旧和维修费用较低 (2014 年).....	14
图表 25: 中国国航租赁折旧和维修费用较高 (2014 年)	14
图表 26: 2014 年单位收入同行比较 (元/座公里)	14
图表 27: 2014 年单位毛利同行比较 (元/座公里)	14
图表 28: 同行综合毛利率 (%) 比较	14
图表 29: 上海两场承担吉祥航空 88% 的客运量和运力	15
图表 30: 上海两场承担东航 20% 的客运量和运力	16
图表 31: 上海两场承担春秋 70% 的客运量和运力	16
图表 32: 中性情景—票价保持不变, 仅客运量提升对航空公司盈利增厚测算	16
图表 33: 乐观情景—量价齐升下航空公司盈利增厚测算.....	17
图表 34: 引进计划与投资概算 (万元)	18

立足上海、定位中高端的民营航空

- 公司以上海（虹桥机场和浦东机场）为主运营基地和枢纽机场，主要从事国内航空客货邮运输、商务旅游包机业务，港澳台地区和周边国家的航空客货运输业务。作为成立较早的民营航空公司，公司定位准确，采用差异化竞争策略，在中高端公商务及旅游休闲市场形成了竞争优势，在上海国际航空枢纽港占据了相当份额。公司于 2006 年开航运营以来，目前拥有 42 架空客 A320 系列飞机，运营 70 多条航线。
- 2014 年上半年，公司控股设立九元航空，为全国第二家以广州为主运营基地的航空公司，以波音 737 系列飞机组建单一机型机队，正式进入低成本航空市场，2014 年 12 月，九元航空正式开航。

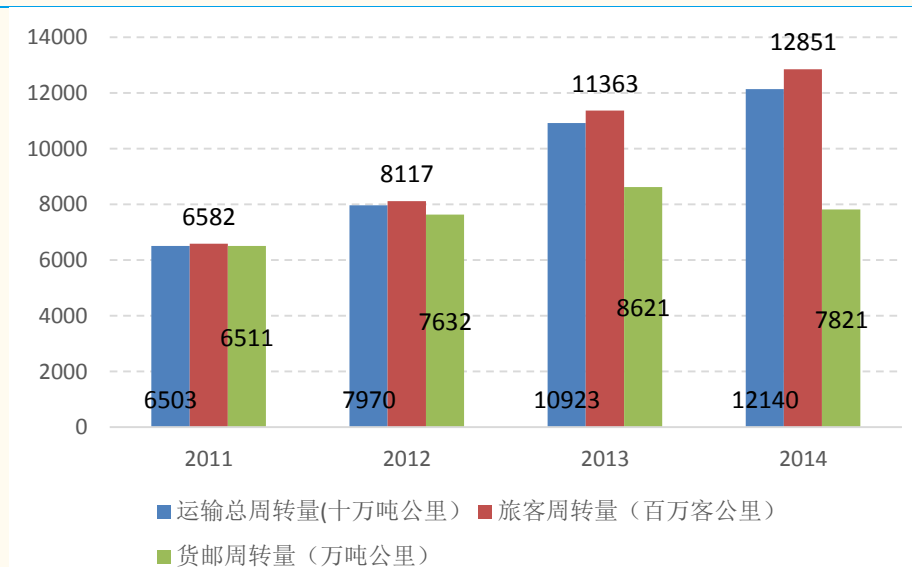
图表 1：公司营收稳步增长（亿元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

公司运营规模成长速度较快。2012 年至 2014 年，本公司运输总周转量、旅客周转量和货邮周转量的年复合增长率分别达到 23.42%、25.83% 和 1.23%。

图表 2：吉祥航空运营规模



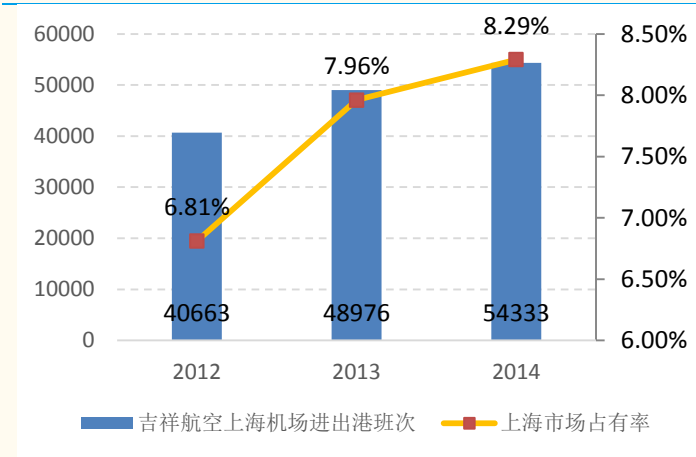
来源：招股说明书，国金证券研究所

立足上海基地

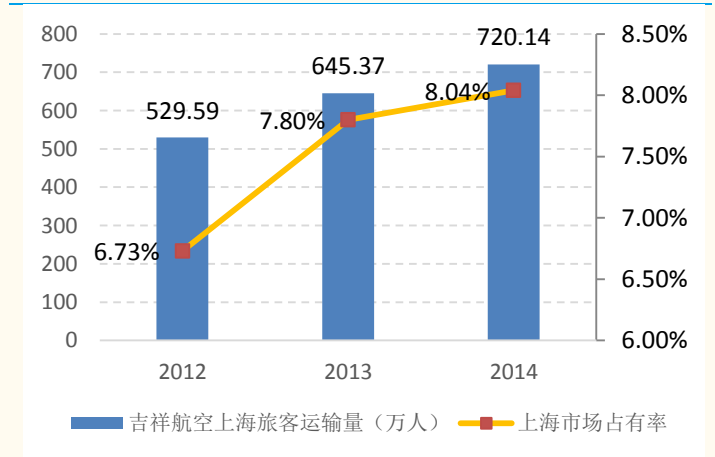
公司立足于上海国际航空枢纽港，以浦东和虹桥两大机场为主运营基地。作为除东航外唯一以上海为运营基地的全服务航空公司，公司未来将进一步巩固和提高在上海市场的地位。公司的航线规划战略是“以上海为基地、辐射全国及周边地区和国家的航线网络”

2012年至2014年，公司在上海两场（浦东机场与虹桥机场）的进出港班次占上海机场航班起降数量的比例，由6.81%提高至8.29%，运送旅客数量占上海机场旅客吞吐量的比例，由6.73%提高至8.04%。

图表 3：吉祥航空进出上海航班量占比不断提升



图表 4：吉祥航空上海两场份额不断提升



来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

民企追梦 24 载终成真

从包下中国民航史第一架私人包机，到吉祥航空准备上市，“均瑶”在追寻蓝天梦的路上，已历经 24 年，在中国民航史上创下过不少第一。公司创始人三兄弟，王均瑶先生和王均金先生、王均豪先生“胆大包天”的奋斗精神仍为人们津津乐道。

1991 年 7 月 28 日，王均瑶先生首开中国民航史私人包机先河。1992 年，王均瑶先生请人画了个“龙头”作为商标，正式成立了国内第一家民营包机公司——温州天龙包机有限公司。

2000 年，均瑶集团航空服务有限公司在上海成立。2002 年 3 月，均瑶集团出资 1.08 亿元，以 18% 的股份入股东方航空武汉有限公司，成为中国第一家入股国有航空公司的民营企业。

2005 年 6 月，均瑶集团获准筹建上海吉祥航空有限公司。2006 年 9 月，吉祥航空首航成功。

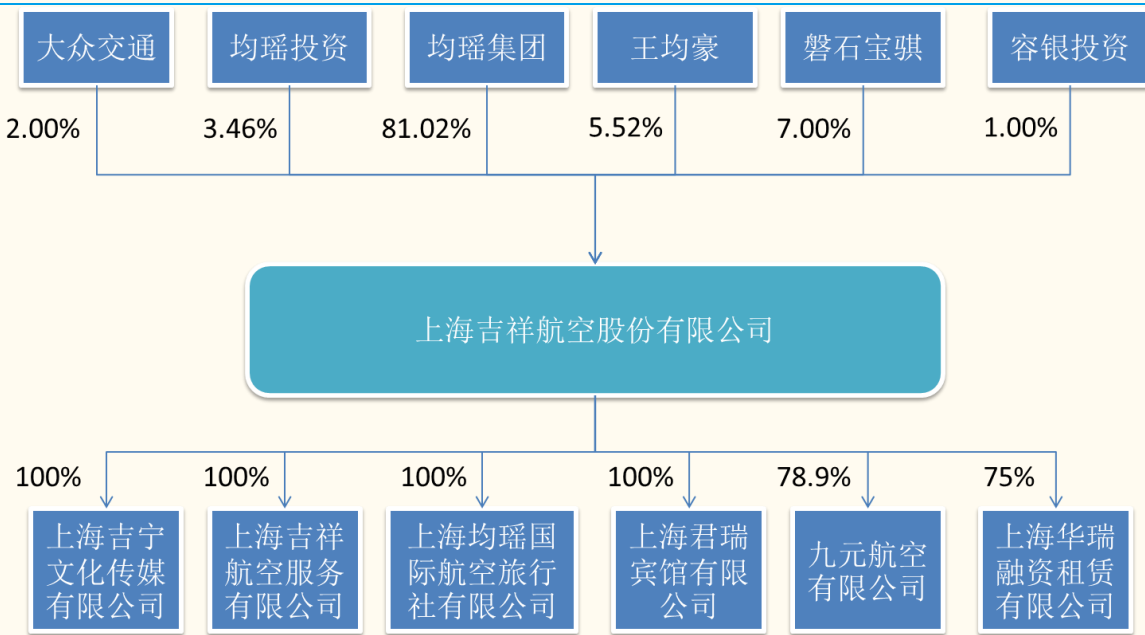
2014 年 5 月，吉祥航空筹建九元航空，开拓廉价民航市场，拟推出 9 元廉价机票。2014 年 12 月 3 日，九元航空顺利首航。2015 年 1 月 15 日，九元航空首条商业航线广州—温州—哈尔滨正式运营。

“百年老店”是均瑶集团的梦想，蓝天梦正一步步实现。

股权结构

公司实际控制人为王均金先生，通过均瑶集团持有公司 81.02% 的股份，通过均瑶投资持有公司 3.46% 的股份，合计控制公司 84.48% 的股份

图表 5: 吉祥航空股权结构



来源：招股说明书，国金证券研究所

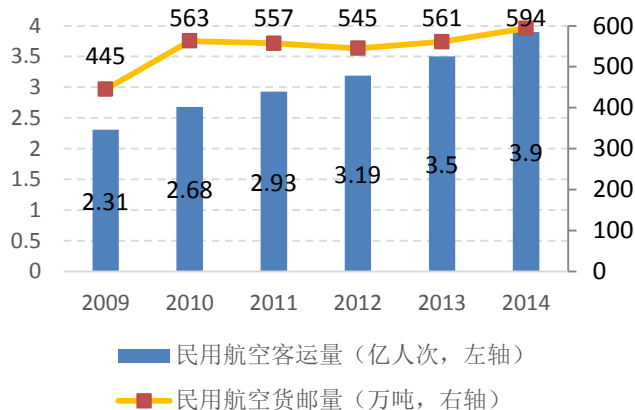
民航稳步发展，消费属性不断增强

运输总量不断增长，国内是主要市场

- 客货运输量与经营规模稳步增长。

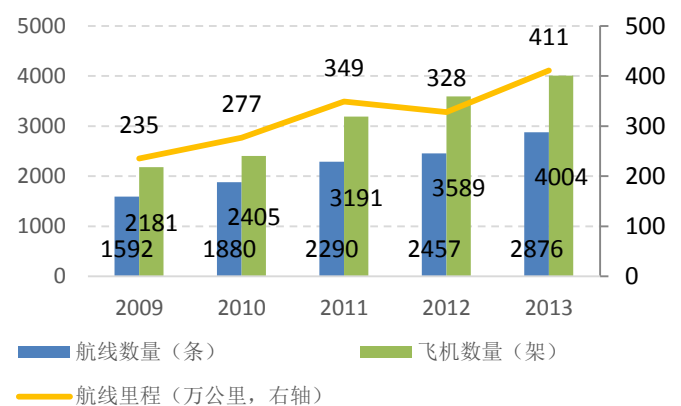
2014 年航空客、货运输总量分别达到 3.9 亿人次和 594 万吨，比 2009 年分别增长了 68.8% 和 33.5%。民用航空航线数量从 2009 年的 1592 条增加到 2013 年的 2876 条，增长 80.7%。民用飞机数量从 2009 年的 2181 架增加到 2013 年的 4004 架，增长 83.6%。航线里程从 2009 年的 234.5 万公里增加到 2013 年的 410.6 万公里，增长 75.1%。

图表 6: 民航客货运输情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 7: 民航经营规模持续扩张

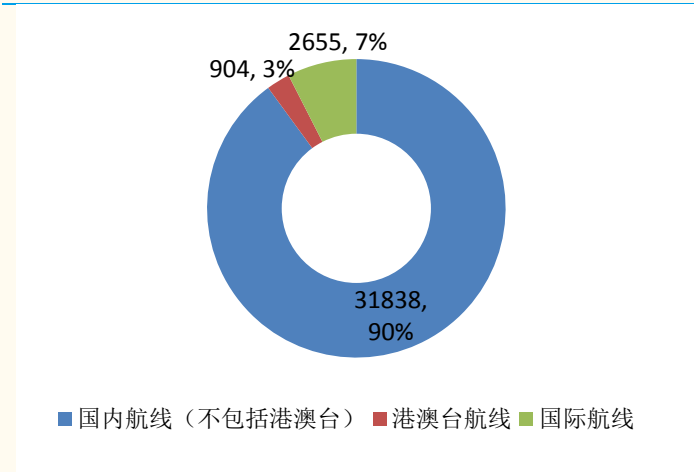


来源：招股说明书，国金证券研究所

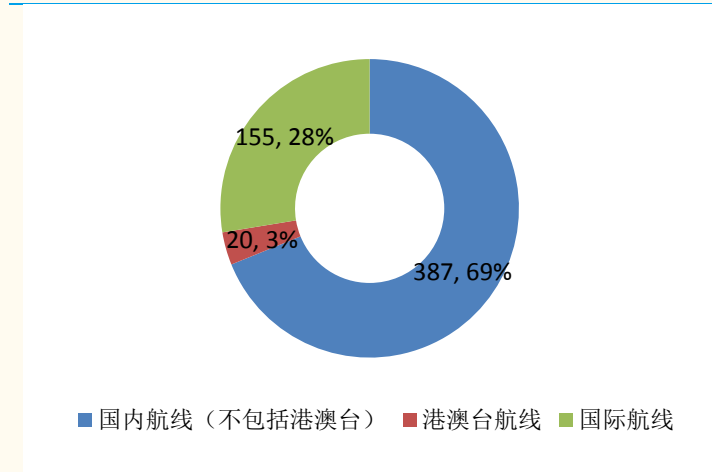
- 国内航线仍然是主要市场。

我国航空运输业务组成中，国内航线的旅客运输量和货物运输量分别占全行业的 90%和 69%。国际航线中，货邮运输量占到 38%，主要得益于对外贸易繁荣和货物进出口规模巨大。

图表 8: 2013 年航空旅客运输量构成 (万人)



图表 9: 2013 年航空货邮运输量构成 (万吨)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

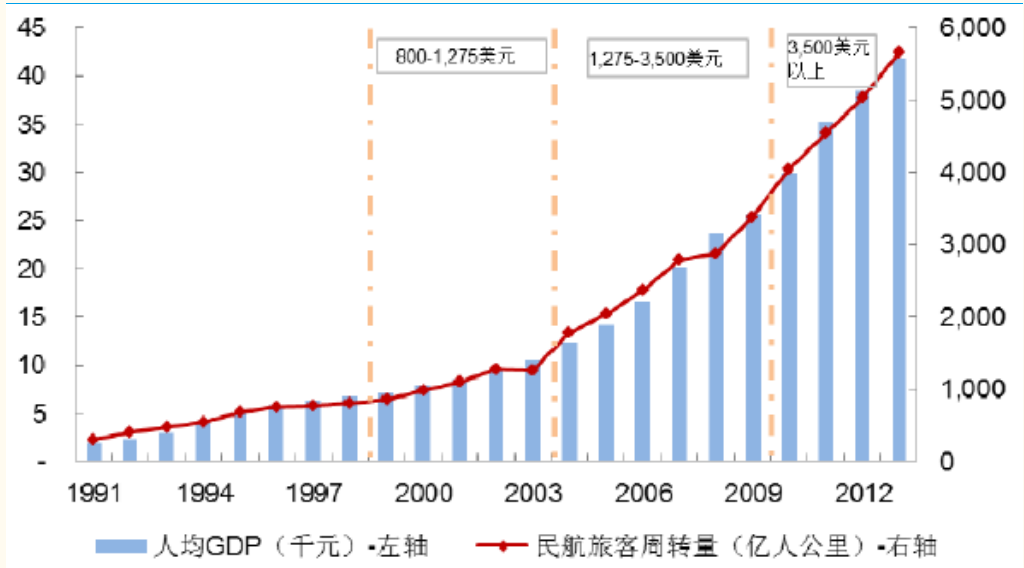
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

航空消费属性不断增强, 处于快速发展期

- 人均 GDP 提高, 航空消费需求有望提升。

20 世纪 90 年代以来, 航空运输业不断增长, 主要可分为几个阶段。随着人均 GDP 进入更高阶段, 航空运输的增速也在加快。2010 人均 GDP 开始超过 4000 美元, 航空消费需求进一步释放, 航空运输的增速明显快于前三个阶段, 正处于快速发展期。

图表 10: 航空旅客周转量与人均 GDP 同步增长

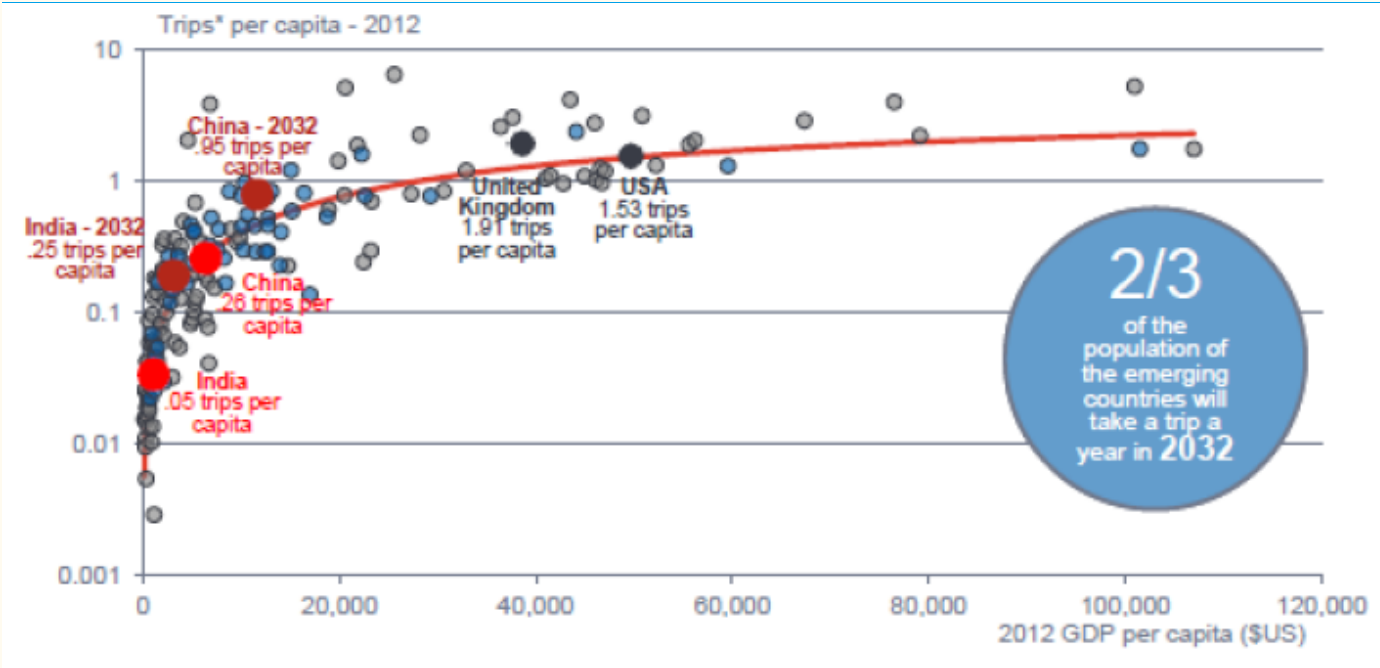


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

根据空客公司分析, 人均 GDP 与乘机次数之间具有较强的同向递增关系。行业的发展经验也表明, 人均乘机次数与人均 GDP 具有较强的相关性。2012 年, 我国人均 GDP 超过 6000 美元, 但人均乘机次数仅 0.26 次, 与世界各国相比处于较低水平, 预计 2032 年国内人均乘机次数将达到 0.95 次。美国人均乘机次数为 1.53 次, 国内航空消费随着人均 GDP 的增长, 还有很大增长空间。

随着经济的发展，我国居民收入持续提高，消费结构升级，为航空运输业带来稳定的市场需求和充足的消费能力保障。

图表 11: 2012 年世界主要国家人均 GDP 与人均乘机次数情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

公司客群定位清晰，低价优质策略是核心，双枢纽协同空间大

客群定位清晰，母子公司差异化发展

作为成立较早的民营航空公司，吉祥航空形成了具有特色的细分市场竞争优势。并在 2014 年设立九元航空，积极开拓低成本航空细分市场。

■ 吉祥母公司立足上海定位中高端商务和旅游市场

吉祥母公司的目标客户，就地域而言主要定位在上海及周边城市圈的长三角地区，就群体而言主要定位于中高端商务、旅行及休闲客户。

目前，国内主要民航旅客的主要出行目的仍然是商务和旅游。国内乘机人群亦较为集中，乘机次数频繁的中高端旅客人数占比较高，准确定位细分市场和目标客户对航空运输企业至关重要。

上海及长三角地区经济发展最快、商务活动最为频繁，同时是重要的制造业基地、服务业和金融业中心，该区域客户具有较高的收入水平、较强的消费能力和旺盛的航空运输需求，其中中高端公商务及旅游休闲客户更是占据了较大的比重。

■ 九元航空扎根广州定位低成本航空

2014 年上半年公司控股设立九元航空，注册资本为 6 亿元，公司持股比例为 78.9%。九元航空以广州白云机场为基地机场，以波音 737 系列飞机组建单一机队。九元航空将充分依托广东省及珠三角地区经济发达、人口流动活跃、出行需求较高以及可近距离辐射东南亚等区位优势，积极拓展低成本航空市场。

低价优质定价策略是核心竞争力

提供高性价比（低价优质）的服务是公司的核心竞争力

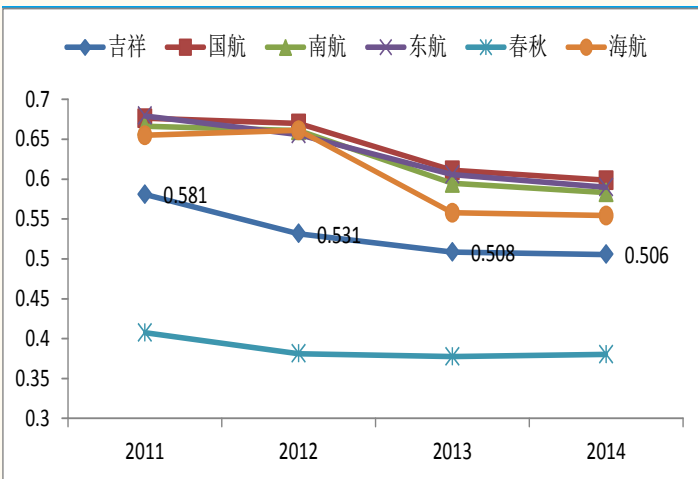
这体现在在“领先服务品质、最优成本结构”的经营理念上。公司不以价格策略作为核心竞争力，而是以最优成本结构支撑略低于市场竞争对手的价格水平，为客户提供超出票价水平预期的高性价比服务，以赢得客户认可和市场份额。

■ 品质服务和略低票价抢占市场

公司致力于为客户提供“领先品质服务”，提出了“用心服务、如意到家”的吉祥航空标准，提倡尊崇礼遇、轻松商旅，强调在提供航空运输服务的同时为旅客带来“与众不同的如意体验”。在服务范围方面积极践行高品质、个性化的现代服务理念，专门制定了贴近中高端公商务及旅游休闲客户的服务流程。在当前航空运输行业服务内容和质量日趋标准化、程式化的整体背景下，该等特色品质服务已成为本公司的竞争优势之一。此外，本公司建立了专门的服务改进提升机制，挑选业务能力强、综合素质高的客舱服务人员建立品牌乘务组，根据市场及客户喜好变动情况，持续开发具有吉祥航空特色、符合吉祥航空文化的服务项目，并在开发成熟后逐渐向本公司其他乘务组和航线推广。

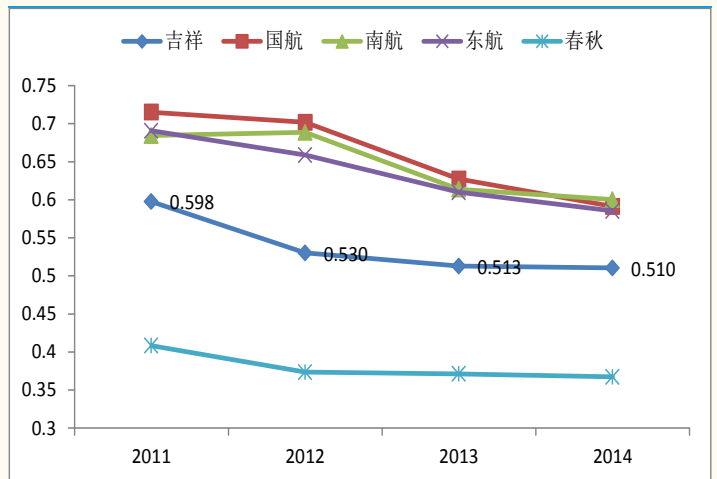
在低价优质策略下，公司国内和国际航线收入客公里都略低于行业水平，幅度在 15%左右，而客座率则高于行业平均 3%左右

图表 12：吉祥航空客公里收入略低于行业平均



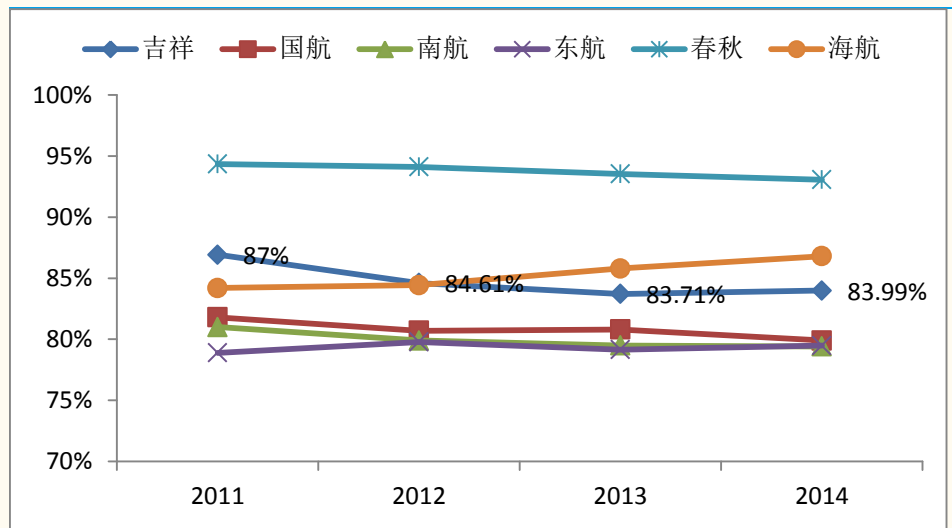
来源：国金证券研究所

图表 13：吉祥航空国内航线客公里收入低于行业 15%



来源：国金证券研究所

图表 14：吉祥航空客座率高于行业平均 3%左右



来源：国金证券研究所

差异化航线布局和双枢纽协同空间大

除了低价优质的定价策略外，公司航线、航班安排具有差异化，善于挖掘尚未被竞争对手关注的潜在市场，公司重视抢占和培育潜力大、竞争少的航线，打造了多条占有较大市场份额和较高利润水平的经典航线和高端旅游航线，如上海始发至包头、北海等航线。通过提前进入市场抢占优质时刻资源、积累客户基础，形成在该等航线市场的先发竞争优势。

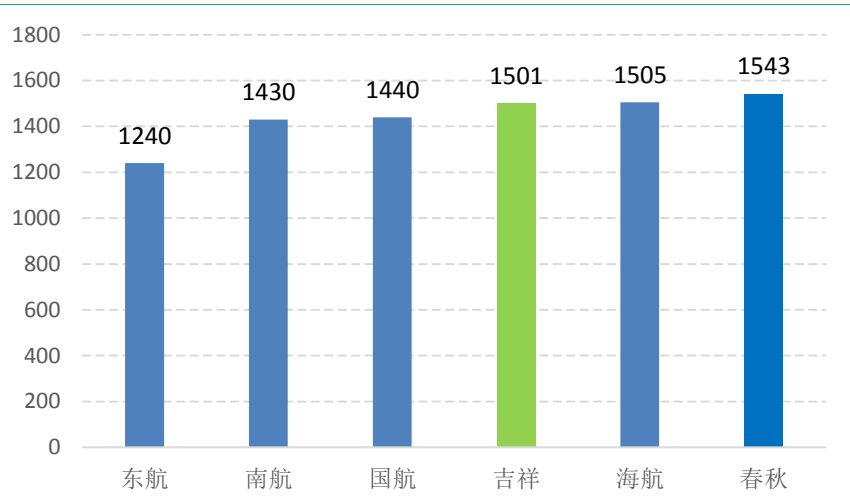
图表 15：吉祥航空航线网络布局



来源：招股说明书，国金证券研究所

此外，为积极应对高铁竞争，拓展航线差异化战略公司主动减少航距在 800 公里以内的航班。公司积极开发“空铁联运”带来的上海周边客户群，增加 800 公里以上的航线。

图表 16：吉祥航空国内航线平均运距位列前茅（单位：公里）

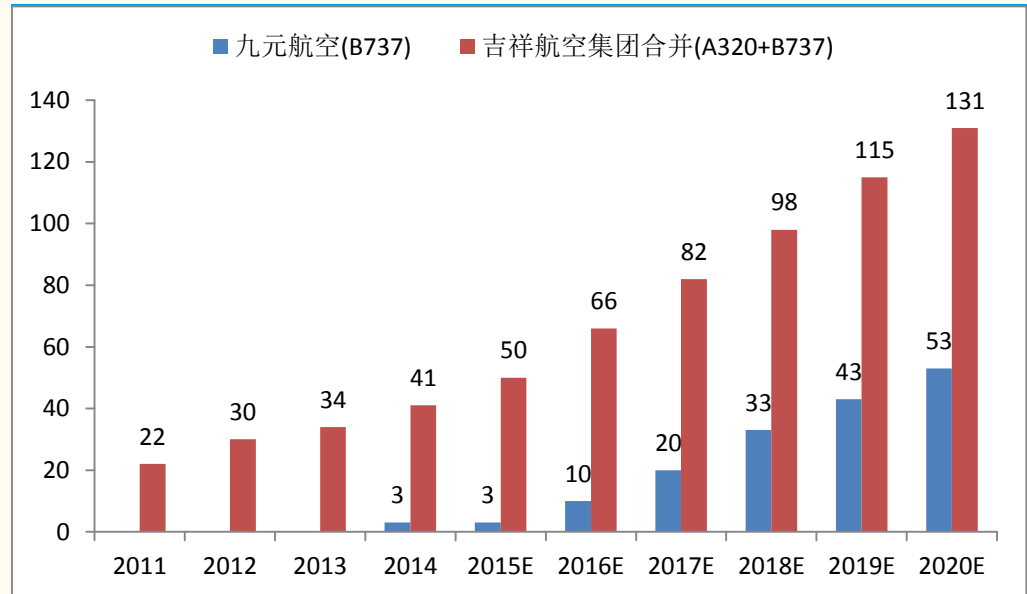


来源：招股说明书，国金证券研究所

九元航空目前处于初创阶段，未来随着 B737 逐步交付九元航空将不断壮大（16~20 年计划交付 50 架 B737 飞机），公司将形成以上海和广州为双枢纽的战略格局，协同效应显著提高。双枢纽在国内可以连接中国南部地区和东部地区，建成覆盖全国的航线网络体系。在国际上通过上海连接东北亚、美洲地区，

通过广州连接东南亚、澳洲、欧洲、非洲地区，建成连通亚洲、欧洲、美洲、非洲、澳洲的全球网络体系，类似南航的“广州之路”。

图表 17: 吉祥航空集团和九元航空机队规模预测



来源：招股说明书，国金证券研究所

传承民企优良传统，高效率低成本是盈利支点

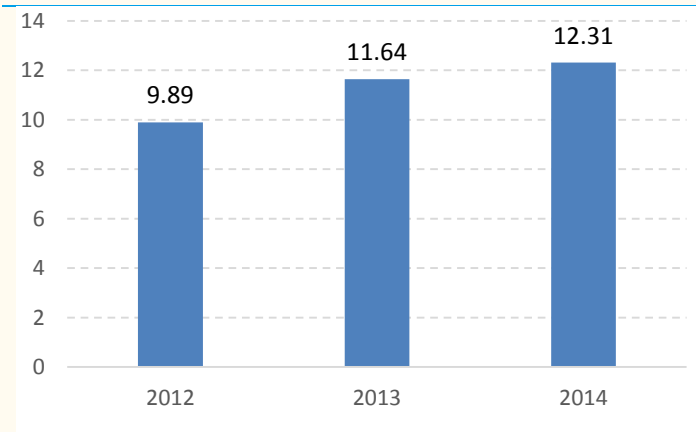
在保持较好盈利的前提下，公司秉承的高性价比定价策略和“领先服务品质、最优成本结构”的经营理念就要求保持低成本。虽然公司不是完全意义上的低成本航空，但传承了民企高效节俭的优良传统，具备两高(飞机利用率、客座率)，两低(运营成本、人机比)和一单(机型)的低成本航空特点。

高客座率和高飞机利用率 摊薄成本

2012 到 2014 年，公司客座率水平分别为 84.61%，83.71%，83.99%，高于行业平均 3%左右。

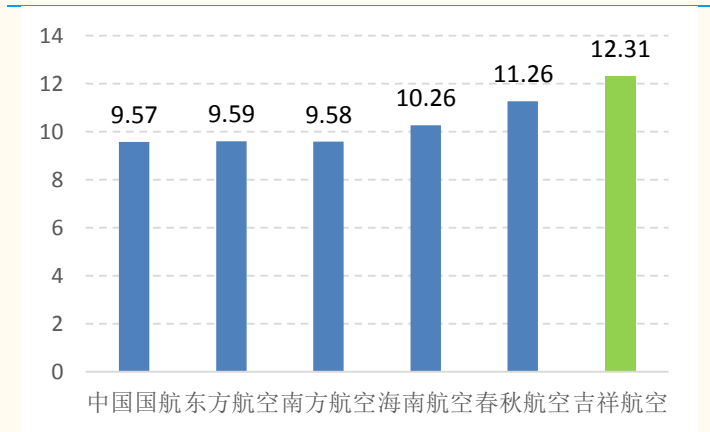
航空公司的资产周转效率集中体现于飞机日利用率。2012 年和 2013 年，我国民航大中型飞机（即座级在 100 座以上的运输飞机）平均日利用率分别为 9.58 小时和 9.76 小时。公司 2012 年和 2013 年飞机日利用率分别达到 9.89 小时和 11.64 小时，远高于行业平均水平且持续提升，14 年达到了 12.31 小时，已经超过行业标杆的春秋航空。

图表 18: 吉祥航空飞机日利用率(小时)持续提升



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 19: 吉祥航空 2014 年飞机日利用率鹤立鸡群



来源: 公司年报, 国金证券研究所

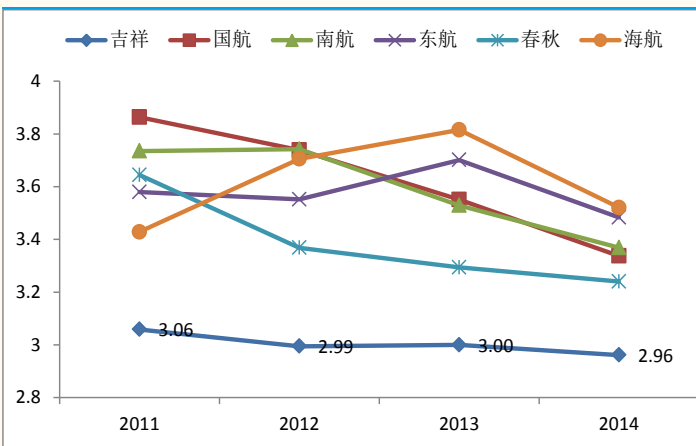
成本结构中, 固定成本占比约为 30%左右, 主要包括飞机和发动机等资产折旧及租赁费等。因此公司在保证飞行安全的前提下, 提升飞机日利用率, 提升资产周转效率, 有利于增加收入, 摊薄各项固定成本, 提升公司毛利率。

拥有行业最低的运营成本和人机比

公司在各方面压缩运营成本, 从而拥有行业最低的可用吨公里营业成本(低于行业平均 13%)和扣除燃油后的可用吨公里营业成本(低于行业平均 18%)。例如公司加强专业运营, 提高运营效率, 精确规划飞机载油量。公司机队 2010 年每飞行小时油耗为 2.288 吨, 低于当年全行业 A320 飞机每飞行小时油耗 2.487 吨, 2011 年小时油耗进一步降低为 2.284 吨。

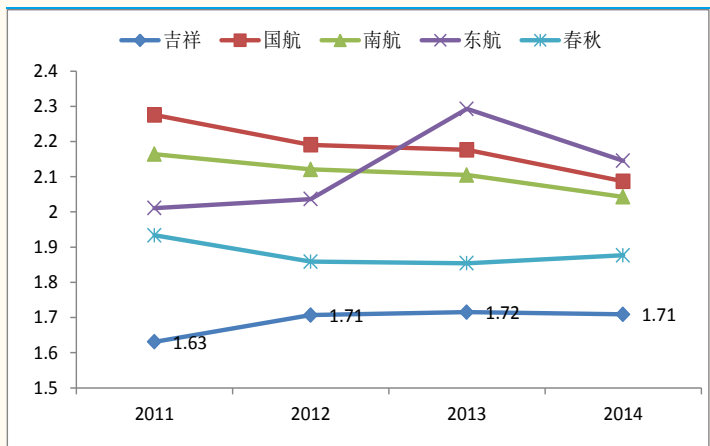
公司专注核心业务, 将部分机场地面服务、航食提供服务以及员工标准技能培训服务等业务外包。前期机队规模较小时, 公司采用“航材小时包修服务”替代公司自主采购高价周转件的模式, 大幅节约了因购买高价周转件而形成的资金占用成本。近来机队规模迅速增长、公司采取自建航材库、自主采购航材模式以保障机队运营, 依据自身机队运营及维修数据库, 科学计算与采购, 有效节约“航材小时包修服务”模式产生的费用。公司同时发挥机队规模化与成本控制优势, 减少在基地机场以外建立其他营运基地, 从而节省大额成本开支。

图表 20: 吉祥可用吨公里营业成本行业最低(单位: 元)



来源: 国金证券研究所

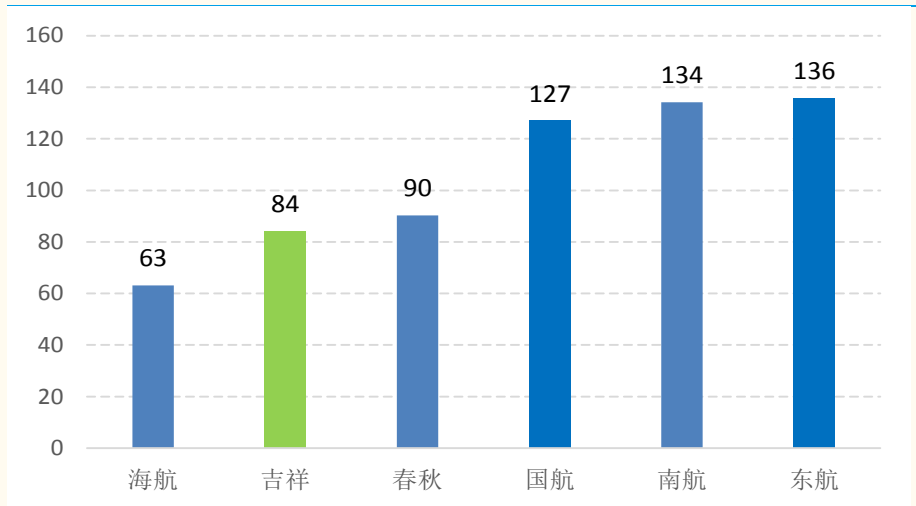
图表 21: 吉祥扣除燃油后的单位成本行业最低(元)



来源: 国金证券研究所

公司精简人员配置, 不断提高人均效率, 人机比处于行业最低水平。

图表 22: 吉祥航空人机比处于行业最低水平 (2014 年)



来源: 国金证券研究所

年轻机队与统一机型降低折旧租赁和修理成本

“年轻机队和统一机型”是公司自设立以来始终坚持贯彻执行的经营理念。截至 2015 年 4 月末, 公司共拥有 42 架飞机 (不包括九元航空引进的飞机), 全部是空客公司的 A320 系列, 平均机龄仅为 3.66 年。九元航空目前拥有 3 架飞机, 均为波音 B737 系列飞机, 也是统一机型。

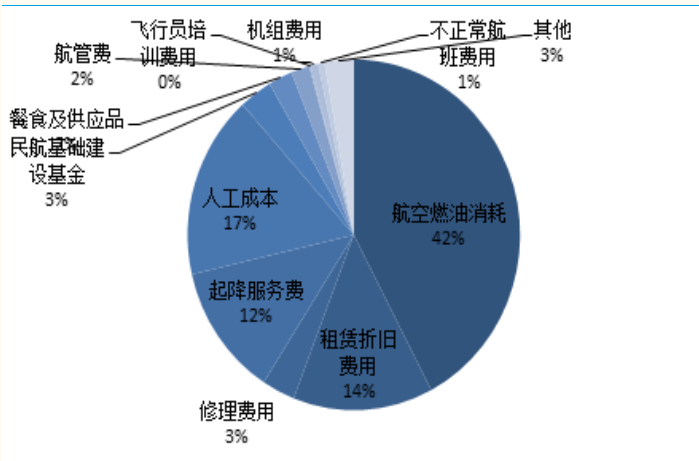
统一机型的机队构成有利于成本控制。在飞机采购方面, 有利于与空客公司、相关飞机租赁公司建立了长期稳定的合作伙伴关系。在飞机引进价格、承租费用方面, 能够取得最大程度的优惠。在航材采购方面, 可以避免由于配备多种机型的昂贵航材备件而大量积压资金。在人员培训方面, 可以减飞行员与维修工程人员针对不同机型的专业培训费用。

图表 23: 公司机队情况

引进方式	飞机型号	数量	平均机龄
自购	A320系列	13	3.48
融资租赁	A320系列	3	2.90
经营租赁	A320系列	26	3.84
合计	-	42	3.66

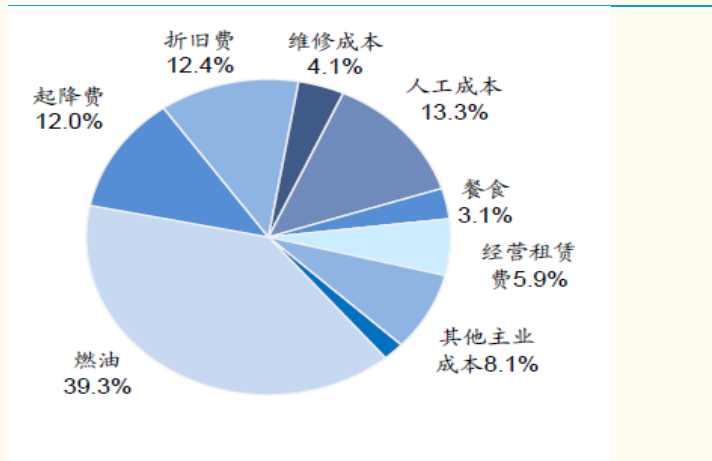
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 24: 吉祥航空租赁折旧和维修费用较低 (2014 年)



来源: 国金证券研究所

图表 25: 中国国航租赁折旧和维修费用较高 (2014 年)

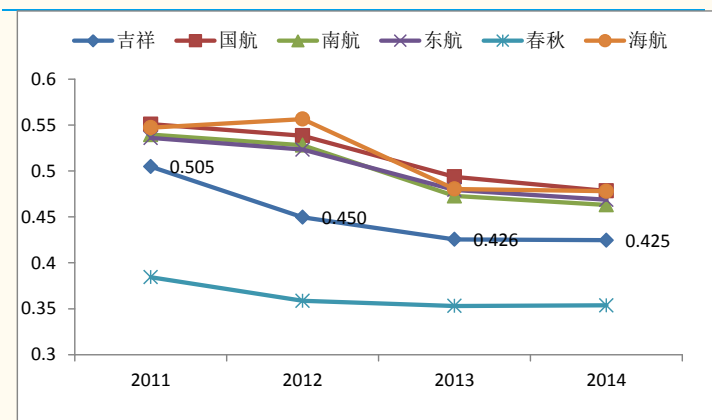


来源: 国金证券研究所

单位毛利和毛利率高于同行是低价优质和高效低耗策略的结果

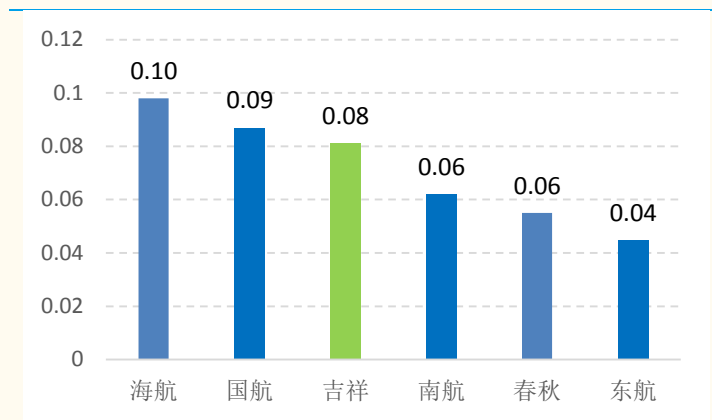
综合来看, 公司以高性价比的票价和高客座率实现了略低于行业平均的单位收入水平 (座公里收入低于行业平均 10%), 同时依靠高效低耗实现了更低的单位成本 (可用吨公里成本低于行业平均 13%), 最终实现了好于行业的单位毛利润和毛利率。

图表 26: 2014 年单位收入同行比较 (元/座公里)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 27: 2014 年单位毛利同行比较 (元/座公里)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 28: 同行综合毛利率 (%) 比较

	中国国航	东方航空	南方航空	海南航空	平均	吉祥航空
2014	13.88	7.80	9.49	19.39	12.64	18.69
2013	15.35	8.72	11.28	22.26	14.40	16.46
2012	19.10	12.70	15.32	25.32	18.11	19.74

来源：招股说明书，国金证券研究所

迪士尼弹性最大的交运股，增厚盈利 33%，价值和稀缺性凸显

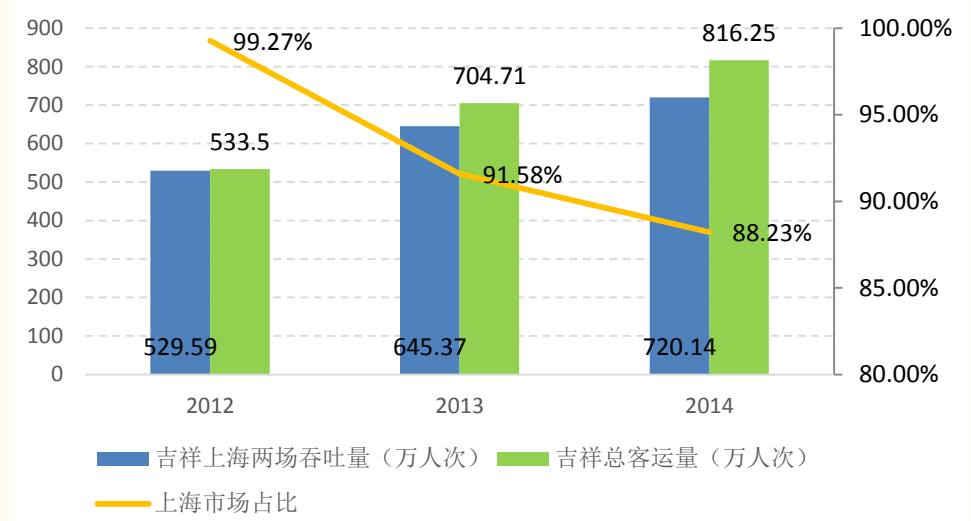
上海迪士尼园区开幕后，官方预计海迪士尼开业后游客规模应能达到 1000 万人次，我们预计年入园人次可达 1500 万人，成熟后有望超 3000 万人次，超过东京迪士尼 2800 万的接待量。公司以上海为基地，将充分受益于迪士尼客流量带来的新增客运量和票价的提升，量价齐升下我们预计迪士尼将增厚公司业绩 33%，是迪士尼弹性最大的交运股，价值和稀缺性凸显，值得投资者拥有。

目前上市航空公司中以上海为运营基地的有东航、春秋和吉祥，他们各自业绩对迪士尼弹性的大小主要取决于四个方面：

- 一是基地市场收入和运量相对自身的比重
- 二是上海市场票价水平相对自身平均票价的提升程度
- 三是票价对客座率提升的弹性
- 四是迪士尼之前自身盈利水平

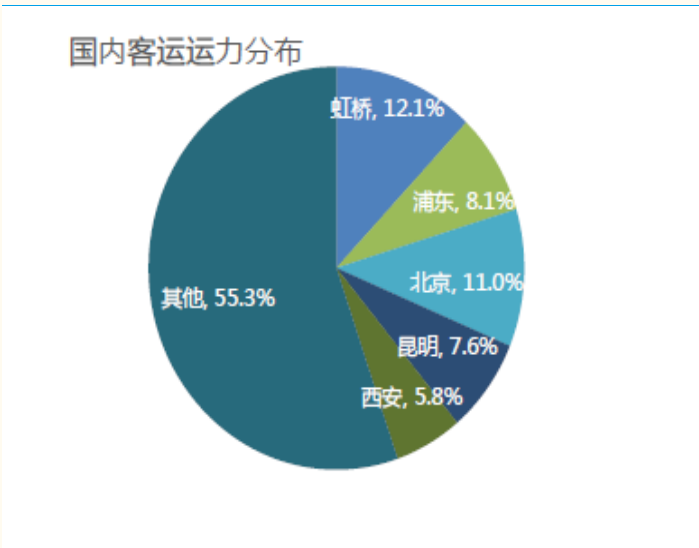
吉祥航空占上海两场旅客吞吐量的比例为 8.04%，且公司绝大多数航班进出上海，近年来虽然有所下降，但 2014 年公司客运量的 88.23% 仍由上海两场承担，这一比例明显高于东航的 20% 和春秋的 70%，弹性更大。

图表 29：上海两场承担吉祥航空 88% 的客运量和运力



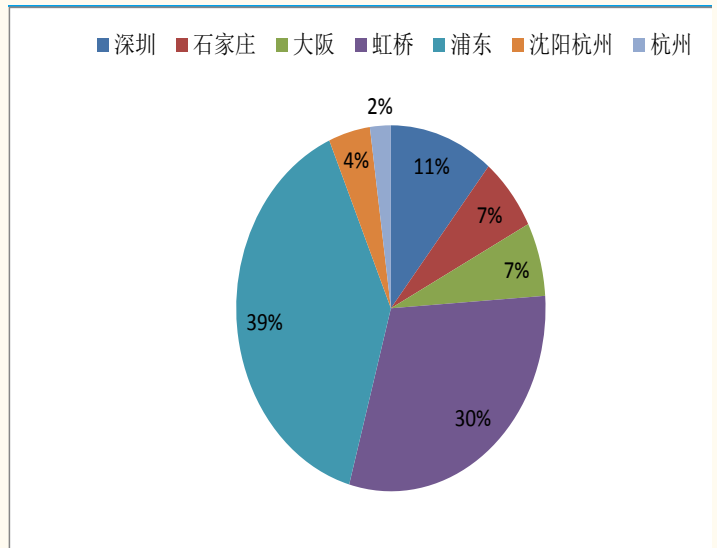
来源：国金证券研究所

图表 30: 上海两场承担东航 20%的客运量和运力



来源: 国金证券研究所

图表 31: 上海两场承担春秋 70%的客运量和运力



来源: 国金证券研究所

在迪士尼接待量 1500 万人次和中性假设 (仅客运量提升, 票价保持不变) 下, 祥、东航、春秋相对 15 年盈利的弹性分别为 12.5%、11.5%和 6.4%。

图表 32: 中性情景—票价保持不变, 仅客运量提升对航空公司盈利增厚测算

	吉祥	东航	春秋
入园人次 (万)	1500	1500	1500
外地游客占比	50%	50%	50%
航空旅客占比	20%	20%	20%
航空公司在上海两场份额	8%	42%	8%
航空公司客运增量 (万人)	24.3	126	24.76
国内航线平均运距 (公里)	1501	1240	1543
上海市场裸票客公里收益 (元)	0.483	0.692	0.375
营收增量 (万元)	17617	108118	14328
单个旅客边际成本 (元)	141	146	126
边际成本总额 (万元)	3426.3	18396	3120.117832
税前利润增量 (万元)	14191	89722	11208
预计 15 年税前利润 (万元)	113100	781604.9	175333.3
盈利增厚幅度	12.5%	11.5%	6.4%

来源: 国金证券研究所

随着“十三五”运力增速的逐步下移和旅游出行需求的持续增长, 预计行业供需情况将持续改善, 在乐观假设下票价将随客座率提高而上涨从而拉动存量市场收入和盈利增长, 由于吉祥航空票价略低于市场水平, 客座率更高 (84%), 作为全服务航空公司其票弹性也将更大。根据目前和历史情况, 我们假设吉祥、东航、春秋票价提升幅度相对客座率提升幅度的弹性系数分别为 1.5、1 和 0.5。在迪士尼接待量 1500 万人次情况下, 吉祥、东航、春秋相对 15 年盈利的弹性分别为 33%、22.9%和 10.4%。

图表 33: 乐观情景—量价齐升下航空公司盈利增厚测算

	吉祥	东航	春秋
入园人次 (万)	1500	1500	1500
外地游客占比	50%	50%	50%
航空旅客占比	20%	20%	20%
航空公司在上海两场份额	8%	42%	8%
航空公司客运增量 (万人)	24	126	25
航空公司上海两场投放座位数 (万个)	852	4705	784
客座率提升 (%)	2.9%	2.7%	3.2%
票价/客座率弹性系数	1.5	1	0.5
裸票客公里收益提升幅度	4.3%	2.7%	1.6%
上海市场裸票客公里收益	0.504	0.711	0.381
国内航线平均运距 (公里)	1501	1240	1543
迪士尼客流营收增量 (万元)	18370.7	111013.5	14554.6
单个旅客边际成本 (元)	141	146	126
边际成本总额 (万元)	3426	18396	3120
迪士尼客流税前利润增量 (万元)	14944	92617	11435
航空公司上海市场存量客流 (万人次)	720	3764.0	739.4
由票价上升带动的存量客流收入增长 (万元)	22329.7	86494.5	6754.8
迪士尼对总体利润拉动合计 (万元)	37274.1	179111.918	18189.3293
预计 15 年税前利润 (万元)	113100	781604.9338	175333.3333
盈利增厚幅度	33.0%	22.9%	10.4%

来源: 国金证券研究所

募投项目分析

公司拟将本次发行所募集资金扣除发行费用后, 用于引进 7 架 A320 系列飞机及 2 台备用发动机项目 (包括置换募集资金到位前已预先投入该项目的自筹资金), 项目投资总额 25.58 亿元。

图表 34: 引进计划与投资概算 (万元)

引进计划	2011年	2012年	2013年	2014年	合计
引进飞机架数	-	3	2	2	7
引进飞机机型	-	A320	A320	A321	-
引进备用发动机数量	-	1	1	-	-
飞机及备用发动机投资总额	55,100	54,830	55,089	90,781	255,800
募集资金拟投资金额	-	52,244	55,089	90,781	198,114

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

运力的提升是公司实现快速发展的核心驱动力。公司是国内民航业中增长速度较快、盈利能力较强的公司之一, 飞机是保持核心竞争力和持续盈利能力的核心资产。预计至 2015 年末, 公司以上海浦东、虹桥两机场为基地的市场份额将进一步提高。

公司拟购买 7 架 A320 系列飞机, 主要为满足公司在 2012-2014 年的部分运力需要, 有助于抓住国内航空业在“十二五”期间的良好发展契机。新飞机的引进有利于扩大机队规模和提高运输能力, 增强公司核心竞争力, 提升品牌形象, 扩大市场份额, 继续提高公司在上海基地的市场占有率, 为未来的持续发展奠定良好基础。引进的 2 台备用发动机有利于保障公司机队的安全生产运营, 降低公司经营风险。

估值、盈利预测与申购建议

我们预计公司 15~18 年发行全面摊薄后的 EPS 为 1.49, 2.19 和 2.9 元, 考虑行业平均 PE 水平, 建议申购价为 12 元。考虑到公司 ROE 较高, 具备持续成长性、迪士尼弹性最大, 内部治理情况优秀, 公司合理股价在 40 元左右, 对应 15 年 PE 为 26.8X, 总市值 227 亿元

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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	4,449	5,929	6,647	7,043	9,288	11,648	货币资金	501	419	775	967	1,127	1,362
增长率		33.3%	12.1%	6.0%	31.9%	25.4%	应收款项	758	749	967	1,123	1,430	1,633
主营业务成本	-3,571	-4,954	-5,404	-5,262	-7,005	-8,718	存货	26	32	36	36	48	60
%销售收入	80.3%	83.5%	81.3%	74.7%	75.4%	74.8%	其他流动资产	142	130	148	133	155	177
毛利	878	976	1,243	1,782	2,284	2,930	流动资产	1,428	1,330	1,926	2,258	2,760	3,232
%销售收入	19.7%	16.5%	18.7%	25.3%	24.6%	25.2%	%总资产	23.2%	21.2%	24.3%	25.5%	26.2%	23.3%
营业税金及附加	-12	-7	-8	-9	-11	-14	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	4,335	4,477	5,503	6,098	7,258	10,112
营业费用	-386	-436	-437	-447	-529	-633	%总资产	70.6%	71.2%	69.4%	68.8%	68.9%	72.9%
%销售收入	8.7%	7.4%	6.6%	6.4%	5.7%	5.4%	无形资产	357	456	448	453	457	460
管理费用	-142	-150	-244	-254	-265	-274	非流动资产	4,716	4,954	6,006	6,607	7,775	10,634
%销售收入	3.2%	2.5%	3.7%	3.6%	2.9%	2.4%	%总资产	76.8%	78.8%	75.7%	74.5%	73.8%	76.7%
息税前利润 (EBIT)	338	383	554	1,071	1,478	2,009	资产总计	6,143	6,284	7,932	8,866	10,535	13,867
%销售收入	7.6%	6.5%	8.3%	15.2%	15.9%	17.2%	短期借款	1,000	484	1,570	849	1,156	1,596
财务费用	-140	-75	-151	-178	-87	-117	应付款项	584	907	1,016	1,099	1,328	1,609
%销售收入	3.2%	1.3%	2.3%	2.5%	0.9%	1.0%	其他流动负债	188	197	304	561	763	951
资产减值损失	-8	-6	-8	0	0	0	流动负债	1,773	1,589	2,890	2,509	3,246	4,157
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,001	2,322	2,255	2,255	2,355	3,655
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1,041	746	668	600	540	480
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	4,814	4,657	5,813	5,364	6,142	8,292
营业利润	190	302	395	893	1,392	1,893	普通股股东权益	1,329	1,628	2,005	3,384	4,269	5,437
%利润率	4.3%	5.1%	5.9%	12.7%	15.0%	16.2%	少数股东权益	0	0	114	117	124	138
营业外收支	130	161	202	238	274	319	负债股东权益合计	6,143	6,284	7,932	8,866	10,535	13,867
税前利润	319	463	597	1,131	1,666	2,212							
利润率	7.2%	7.8%	9.0%	16.1%	17.9%	19.0%	比率分析						
所得税	-90	-124	-182	-283	-416	-553		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税率	28.1%	26.8%	30.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	230	339	415	848	1,249	1,659	每股收益	0.459	0.677	0.855	1.487	2.188	2.895
少数股东损益	0	0	-13	3	6	14	每股净资产	2.658	3.255	4.010	5.958	7.516	9.572
归属于母公司的净利润	230	339	428	845	1,243	1,644	每股经营现金净流	0.789	2.012	1.735	1.791	2.405	3.604
净利率	5.2%	5.7%	6.4%	12.0%	13.4%	14.1%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.430	0.630	0.840
							回报率						
							净资产收益率	17.27%	20.81%	21.33%	24.96%	29.11%	30.25%
							总资产收益率	3.74%	5.39%	5.39%	9.53%	11.80%	11.86%
							投入资本收益率	5.62%	6.32%	6.47%	12.16%	14.03%	13.92%
							增长率						
							主营业务收入增长率	10.23%	33.27%	12.10%	5.96%	31.88%	25.41%
							EBIT 增长率	-48.09%	13.12%	44.66%	93.40%	38.05%	35.92%
							净利润增长率	-56.03%	47.53%	26.30%	97.52%	47.12%	32.32%
							总资产增长率	21.82%	2.30%	26.22%	11.77%	18.83%	31.63%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	7.2	8.2	8.0	8.0	8.0	8.0
							存货周转天数	2.7	2.2	2.3	2.5	2.5	2.5
							应付账款周转天数	29.7	28.9	32.8	35.0	30.0	28.0
							固定资产周转天数	315.1	267.0	223.1	199.4	174.0	227.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	188.18%	146.67%	143.96%	61.03%	54.27%	69.77%
							EBIT 利息保障倍数	2.4	5.1	3.7	6.0	17.1	17.2
							资产负债率	78.37%	74.10%	73.28%	60.50%	58.30%	59.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
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%以下。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD