

方夏虹

执业证书编号：S0730511010006

021-50588666-8042

fangxh@ccnew.com

## 高性价比的差异化竞争优势

### —吉祥航空(603885)新股分析

## 证券研究报告-公司分析

## 积极申购

发布日期：2015年5月18日

### 投资要点：

吉祥航空（603885）是我国较早成立的民营航空公司，由均瑶集团控股；公司主营航空运输业务，其中客运业务为重中之重，14年占公司主营收入的98.21%；公司以上海为主运营基地，近年来得益于我国航空市场的发展和公司运力快速扩张，公司旅客周转量和客运收入年复合增长率均超过20%；公司立足国内、快速发展国际和地区业务，14年国际地区业务收入占比提升到16.04%；公司经营理念为打造高性价比的差异化竞争优势。通过最优成本结构提供有竞争力的票价和优质服务。此外通过廉价航空九元航空的设立，实现双枢纽运营，完成高、中、低端旅客市场全覆盖，并达到覆盖全国，联通全球的战略目标；按发行后股本计算，公司15和16年每股收益分别为1.64元和2.05元。按照发行价11.18元计算，15年摊薄后市盈率为6.82倍，对比春秋航空目前42倍的市盈率水平和上市后表现，建议积极参与申购。

- **公司简介。**吉祥航空成立于06年，是我国较早成立的民营航空公司，目前注册资本为5亿。公司大股东为均瑶集团，本次发行前占公司股权比例为81.02%。王均金为实际控制人，通过均瑶集团及温州均瑶、均瑶投资及其与王瀚间股权委托管理安排合计控制公司发行前84.48%的股份。

表1：公司发行前后股权结构

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股份数量（万股）	百分比	股份数量（万股）	百分比
<b>一、有限售条件股</b>				
均瑶集团	40,510.40	81.02%	40,510.40	71.32%
磐石宝骐	3,500.00	7.00%	3,500.00	6.16%
王均豪	2,760.00	5.52%	2,760.00	4.86%
均瑶投资	1,729.60	3.46%	1,729.60	3.05%
大众交通	1,000.00	2.00%	1,000.00	1.76%
容银投资	500.00	1.00%	500.00	0.88%
<b>二、无限售条件股</b>				
社会公众股	-	-	6,800.00	11.97%
<b>合计</b>	<b>50,000.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>56,800.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司招股书

- 公司主营业务为航空运输，其中以客运业务为核心。14年公司营业收入为66.47亿元，其中主营收入为66.15亿，占99.52%。在主营收入中，客运业务又是重中之重。14年客运收入为64.97亿，占主营收入的98.21%。

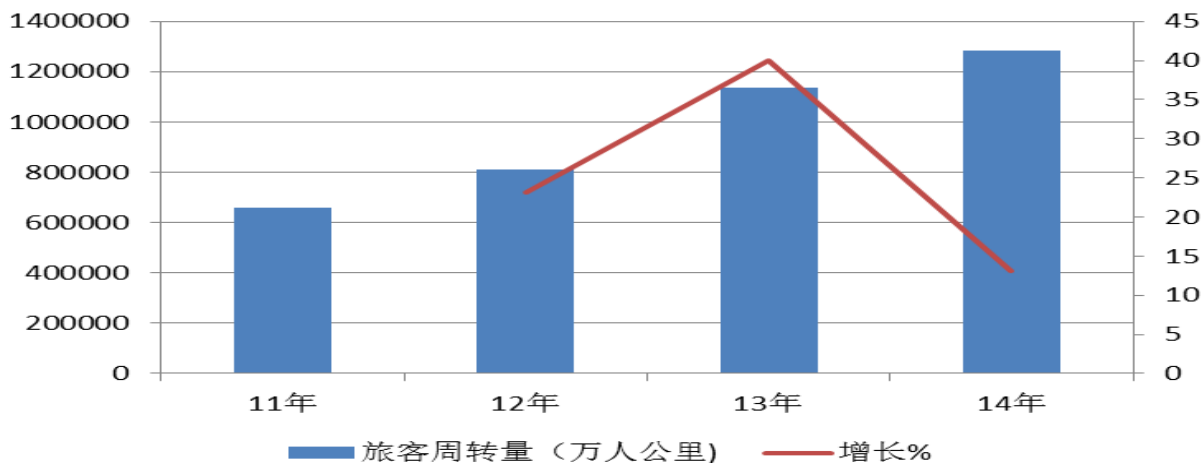
表2：公司主营业务构成（单位：万元）

项目	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
客运	649,659.44	98.21	577,716.66	97.88	431,368.82	97.52
货运	11,653.66	1.76	12,455.19	2.11	10,933.45	2.47
其他	169.71	0.03	85.04	0.01	25.62	0.01
合计	661,482.81	100.00	590,256.89	100.00	442,327.88	100.00

资料来源：公司招股书

公司以上海两大机场为主运营基地，基本覆盖国内经济发达省会城市、重点旅游城市、港澳台地区并辐射周边国家的航线网络，14年通航城市56个、航线数目90条、定期周航班1236班。得益于运力快速扩张、立足长三角这中国最富裕地区，12-14年旅客周转量年复合增长率为25.83%，客运收入年复合增长率为22.5%。

图1：公司11-14年旅客周转量情况



资料来源：公司招股书

- 立足国内、快速发展国际和地区业务。国内航线方面，公司善于挖掘尚未被竞争对手关注的潜在市场，如上海至包头、北海等盈利能力较强的经典航线；地区航线方面，从13年下半年开拓上海到高雄和台北航线后，业务快速发展；国际航线方面，13年开通并执飞上海至泰国、韩国、日本等国际航线后，业务量突飞猛进。

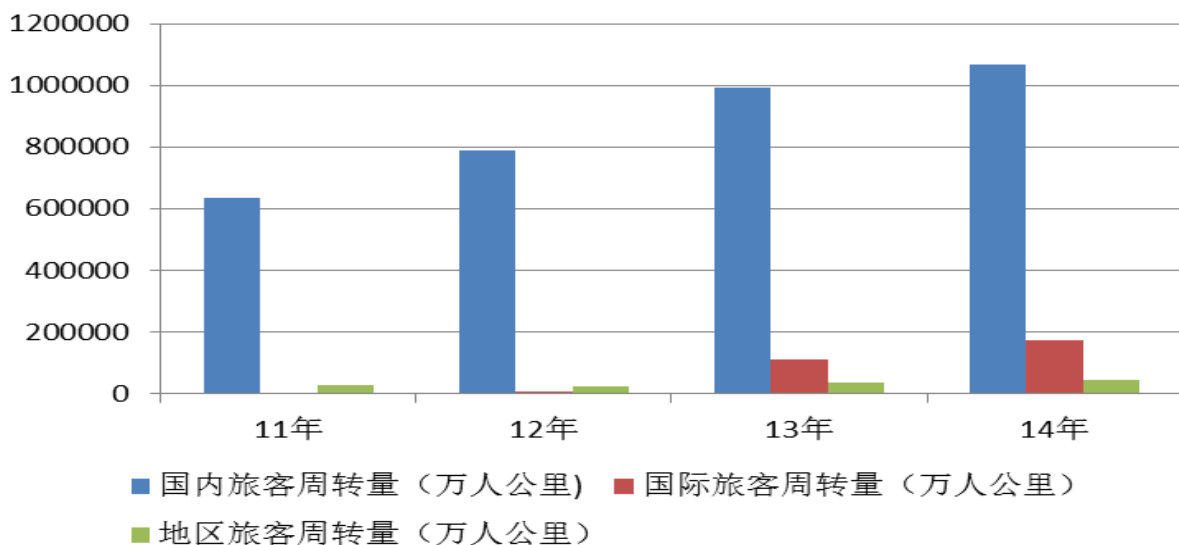
表3：公司分航线业务构成（单位：万元）

项目	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
国内航线	555,384.17	83.96	519,389.91	87.99	427,953.00	96.75
港澳台航线	30,082.90	4.55	20,523.37	3.48	13,080.66	2.96
国际航线	76,015.73	11.49	50,343.61	8.53	1,294.22	0.29
合计	661,482.81	100.00	590,256.89	100.00	442,327.88	100.00

资料来源：公司招股书

公司立足国内业务，快速发展国际和地区业务。14年国内、地区和国际航线的旅客周转量分别增长了7.79%、26.19%、56.98%，收入分别增长了6.93%、46.58%、50.99%。国际地区业务收入占比已从12年的3.25%快速提升到16.04%。

图2：公司11-14年分航线旅客周转量情况



资料来源：公司招股书

- **打造高性价比的差异化竞争优势。成本的精细化管理。**截至15年4月末公司拥有42架平均机龄仅为3.66年的A320系列飞机。通过采取合理布局航线网络、灵活调配航班时间、精确测算航油搭载、实时安排进出港机位等标准化系统管理措施，实现全流程经营最优成本结构安排。凭借丰富管理经验和专业技术手段，形成较高经营效率，14年全机队客座率、飞机日利用率显著高于传统航空公司，其中14年12.31小时的飞机日利用率甚至高于春秋航空。公司单位客运成本（客运业务成本/可用座公里）显著低于传统航空公司；**有竞争力的价格和优质服务。**公司不以价格作为核心竞争力，通过为客户提供高性价比服务赢得认可。此外在最优成本结构支撑下，运价水平略低于传统航空公司；**双枢纽运行。**公司控股78.9%的廉价航空九元航空于14年底开始运营，基地设在广州。九元航空的运营有助于公司实现高、中、低端旅客市场全覆盖，并通过双枢纽达到覆盖全国，联通全球的战略目标；**以上海为基地，分享迪士尼盛宴。**14年公司在国内市场份额为2.09%，在上海市场占有率达到8%左右。16年上半年开始营业的上海迪士尼将给公司带来业务量增长。

- **经营业绩稳定、财务状况良好。**14年公司营业收入增长12.1%，净利润增长26.29%。收入和利润增长主要因为运力提升、客运市场需求增长、飞机利用小时数增长及航油价格下降；12到14年毛利率分别为19.74%、16.46%和18.49%。毛利率水平比较稳定且高于传统航空公司；12-14年销售费用率分别为8.67%、7.35%、6.57%。随着直销比重加大，销售费用率逐步下降；12-14年政府补贴收入分别为10631万、11055万和13829万，呈现逐步增长态势；14年公司负债率为73.28%，低于传统航空公司。随着上市成功后，公司负债率将继续下降。
- **募投项目将加速提升公司实力。**14年底公司拥有41架A320系列机队规模，近年来以每年6-7架的速度增长。本次上市拟将募集资金用于引进7架A320系列飞机和2台备用发动机项目，募集资金使用量为7.155亿（置换资金到位前已预投的自筹资金）。募投项目将有助于公司借市场复苏之际，提升机队规模、提高市场份额、增加盈利水平。此外将改善公司资本结构、并节约财务成本。

表4：公司募集资金投向

募集资金项目	项目投资总额（亿元）	募集资金拟使用量（亿元）
引进7架A320系列飞机和2台备用发动机项目	25.58	7.155

资料来源：公司招股书

- **建议积极参与申购。**按照公司运力增长计划和相应的市场需求，我们预计15年和16年的净利润分别为9.33亿和11.66亿，增速分别为118%和25%。按发行后56800万股股本计算，每股收益分别为1.64元和2.05元。按照发行价11.18元计算，15年摊薄后市盈率为6.82倍，对比和公司规模相当的春秋航空目前42倍的市盈率水平和上市后的表现，建议积极参与吉祥航空的申购。
- **风险提示：**油价大幅上升；汇率波动；九元航空经营情况。

#### 盈利预测

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(亿元)	59.29	66.47	79.76	99.70
增长比率(%)	33.27	12.10	20.00	25.00
净利润(亿元)	3.39	4.28	9.33	11.66
增长比率(%)	47.54	26.29	118.13	25.00
每股收益(元)			1.64	2.05
发行市盈率(摊薄)(倍)			6.82	5.45

### 发行数据

发行价(元)	11.18
发行数量(万股)	6800
网上申购日期	15.05.19
网上发行数量(万股)	2040
申购上限(股)	20000
申购上限(万元)	22.36
申购代码	732885

### 基础数据(2014-12-31)

毛利率(%)	18.69
净资产收益率(%)	21.33
资产负债率(%)	73.28
总股本/流通股(万股)	50000/
B股/H股(万股)	/

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。