

日期: 2015年5月22日

行业: 交通运输业



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@shzq.com

执业证书编号: S0870510120017

## 民营航空龙头企业

### ■ 投资要点:

#### 民营航空龙头企业

公司主要从事国内(指中国大陆地区)、港澳台地区及周边国家的航空客、货运输以及相关航空服务业务。公司是成立较早的民营航空公司,通过准确的市场定位和差异化的竞争策略在上海国际航空枢纽港占据了一定市场份额,在中高端公商务及旅游休闲客户群体中拥有良好的口碑和较高的声誉,从而形成了具有吉祥航空特色的细分市场竞争优势。

#### 募投项目增加运力

公司本次发行募集资金将投入引进7架A320系列飞机和2台备用发动机项目。项目的实施将为公司未来营运规模的扩大和服务质量的提高提供有力的支持,有助于增强公司核心竞争力,为公司实施发展战略和实现经营目标奠定良好基础。

#### 盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计2015、2016年归母公司的净利润分别为4.97亿元和5.68亿元,同比增速分别为16.25%和14.23%,相应的稀释后每股收益为0.88元和1.00元。

#### 定价结论

公司拟发行股份6800万股,发行后总股本56800万股,公司发行价格为11.18元/股。

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为26.26-31.51元,对应2015年每股收益的30-36倍市盈率。

### ■ 数据预测与估值:

至12月31日(百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	5,929	6,647	7,302	8,168
年增长率	33.27%	12.10%	9.86%	11.85%
归属于母公司的净利润	339	428	497	568
年增长率	47.53%	26.30%	16.25%	14.23%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.60	0.75	0.88	1.00

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

**IPO 价格**  
上市合理定价

**RMB11.18 元**  
**RMB26.26-31.51 元**

#### 基本数据 (IPO)

发行数量(百万股)	68.00
发行后总股本(百万股)	568.00
发行数量占发行后总股本	11.97%
发行方式	网上定价申购 网下询价配售
保荐机构	国泰君安

#### 主要股东 (发行前)

均瑶集团	81.02%
磐石宝骐	7.00%
王均豪	5.52%

#### 收入结构 (2014)

客运	98.21%
货运	1.76%

报告编号: JIJ15-NSP12

首次报告日期: 2015年5月22日

## 一、行业背景

### ● 公司的行业分类及简况

公司主要从事国内（指中国大陆地区）、港澳台地区及周边国家的航空客、货运输以及相关航空服务业务。公司以上海两大机场（虹桥机场和浦东机场）为主运营基地和中枢机场，建立了基本覆盖国内经济发达省会城市、重点旅游城市、香港、澳门和台湾地区并辐射周边国家的航线网络，运营效率较高、成本控制较好、盈利能力较强。

公司是成立较早的民营航空公司，通过准确的市场定位和差异化的竞争策略在上海国际航空枢纽港占据了一定市场份额，在中高端公商务及旅游休闲客户群体中拥有良好的口碑和较高的声誉，从而形成了具有吉祥航空特色的细分市场竞争优势。

公司于 2014 年上半年控股设立九元航空有限公司，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型机队，主营国内航空客货运输业务，为公司进入我国低成本航空市场的重要举措。2014 年 12 月，九元航空已正式开航。公司航空产业已实现高、中、低端旅客市场全覆盖，实现双品牌及双枢纽运行的发展战略。

### ● 行业增长前景

#### 国内航空运输市场

根据民航局提出的《中国民用航空发展第十二个五年规划》，到 2015 年，我国民航的运输总周转量将达到 990 亿吨公里，旅客运输量 4.5 亿人，货邮运输量 900 万吨，上述行业规模指标在“十二五”期间的年均增长率将分别达到 13%、11%和 10%。

根据权威预测数据，以旅客运输量和货邮运输量统计，至 2015 年，我国航空运输业的市场容量将分别是 2013 年的 1.27 倍和 1.60 倍，市场空间巨大、发展前景良好。根据全国民航工作会议文件，2020 年我国航空运输业将形成人均乘机次数 0.47 次、旅客运输量 7 亿人次的市场需求；2030 年达到人均乘机次数 1 次、旅客运输量 15 亿人次的市场需求。

#### 国际航空运输市场

航空运输业是与经济发展高度相关的行业，繁荣的世界经济能够带来频繁的世界商务往来和国际贸易的增加，从而提升国际航空运输的需求。目前，北美和欧洲等传统发达经济区的经济增速缓慢，由此导致了世界航空业增速放缓，盈利水平有所降低。但航空运输仍然是交通运输行业中安全性最好、效率最高的运输方式，伴随世界经济发展不确定性因素的消除，中国、印度等新兴国家引领世界经济的复苏，未来航空运输业务有望保持

稳定增长速度。根据 IATA 的预测，2012-2016 年，全球航空运输业旅客周转量将取得 5.3% 的年复合增长率，而货邮周转量年复合增长率亦将达到 3.0%。

### ● 行业竞争结构及公司的地位

由于航空运输行业涉及国家主权及空防安全，20 世纪 90 年代以前，我国民用航空业均处于政府管制之中，对非公有资本并不开放。2005 年 7 月 15 日，民航局发布《国内投资民用航空业规定（试行）》，允许非国有资本投资民航业，并对非国有主体投资民航业做出了具体规定。在国家政策的鼓励之下，中国民用航空业进一步走向市场化、商业化，民营资本快速进入。但由于航空运输业具有巨额资本投入和较高管理水平的特点，并涉及国家空防安全，目前在国内航空运输市场的门槛仍然较高，行业内竞争者数量有限且竞争格局相对稳定。

目前，中国航空运输业形成了三家大型国有航空集团和其他航空公司共存的竞争格局，三大国有控股航空集团占据了国内航空客货运输市场较大的份额，其他区域性航空公司和特色航空公司在各自专注的细分市场领域具有较强的市场竞争力。

航空运输业是全面竞争的行业，市场内各航空公司的目标资源即为客源，在航线旅客资源方面，所有航空公司均展开直接竞争。

目前公司的竞争对手为民航市场内各航空客运公司，包括三大国有航空集团控股的中国国航、东方航空和南方航空，以及地方性航空公司如海南航空、民营航空公司如春秋航空等，但因与公司在市场定位、航线配置以及经营模式等方面存在较大差异，目前海南航空、春秋航空等航空公司与公司相互竞争程度有限，如海南航空在上海两机场与公司运营相同的航线、航班较少，春秋航空与公司在旅客人群中目标客户定位不同等，与公司仅在双方共有航线或同等目标市场人群中互有竞争。

而三大国有航空集团控股的三大航空公司占据了我国航空运输市场以及上海航空运输市场绝大部分市场份额，在全国以及上海航空运输港口拥有全面的业务和航线网络以及最多的旅客资源，覆盖了全国绝大部分航线和机场，是所有其他航空公司面临的最主要竞争对手。公司以上海为中心构建了辐射全国及周边地区和国家的航线网络，在旅客资源方面同运营相同航线的航空公司展开直接竞争，但总体来看，主要与拥有最全面的航线网络、占据绝对市场份额的三大航空公司产生竞争。所以，目前公司在全国以及上海运输港口范围内的主要竞争对手为三大国有航空集团控股的中国国航、东方航空和南方航空，与其他航空公司等仍互有竞争但程度有限。

根据民航局对于旅客运输量的统计数据进行计算,公司 2012 年、2013 年及 2014 年在我国航空客运市场的占有率分别为 1.80%、2.01%及 2.09%。虽在三大国有航空集团占主导地位的中国航空运输市场,公司的市场占有率绝对值仍处于较低水平,但已经在相关细分市场形成一定竞争优势。近年来,公司市场份额和行业地位逐年快速提高,2014 年公司航空客运业务市场占有率较 2012 年增长幅度达到 16.11%。

公司的航空货运业务均利用客机航班腹舱开展,暂无专业货运航班,因此现阶段公司航空货运业务规模和市场占有率均处于较低水平。

公司以上海为主运营基地,2012 年至 2014 年,公司在上海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%增加至 8.04%。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司系由上海吉祥航空有限公司整体变更设立。公司发起人为均瑶集团、均瑶投资、大众交通,以及自然人王均豪先生。

均瑶集团持有公司 40,510.40 万股股份,占总股本的 81.02%,为公司控股股东。公司控股股东为均瑶集团,实际控制人为自然人王均豪先生。

本次拟发行股份 6800 万股,发行后总股本 56800 万股,公司发行价格为 11.18 元/股。

表 1 公司的股东结构情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	均瑶集团	40,510.40	81.02%	40,510.40	71.32%
2	磐石宝骐	3,500.00	7.00%	3,500.00	6.16%
3	王均豪	2,760.00	5.52%	2,760.00	4.86%
4	均瑶投资	1,729.60	3.46%	1,729.60	3.05%
5	大众交通	1,000.00	2.00%	1,000.00	1.76%
6	容银投资	500.00	1.00%	500.00	0.88%
7	社会公众股	-	-	6,800.00	11.97%
	合计	50,000.00	100.00%	56,800.00	100.00%

资料来源:公司招股意向书;上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 2 营业收入构成 单位:万元、%

2015 年 5 月 22 日

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
主营业务收入	661,482.81	99.52	590,256.89	99.55	442,327.88	99.42
其他业务收入	3,203.55	0.48	2,691.81	0.45	2,596.67	0.58
营业收入	664,686.36	100.00	592,948.70	100.00	444,924.55	100.00

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 3 主营业务收入构成 单位: 万元、%

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
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: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 4 主营业务成本构成 单位: 万元、%

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
客运	529,612.04	98.24	483,048.83	97.88	344,574.41	97.31
货运	9,484.19	1.76	10,447.60	2.12	9,533.29	2.69
合计	539,096.23	100.00	493,496.44	100.00	354,107.70	100.00

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

### ● 募投资项目

公司本次发行募集资金将投入引进 7 架 A320 系列飞机和 2 台备用发动机项目。项目的实施将为公司未来营运规模的扩大和服务质量的提高提供有力的支持, 有助于增强公司核心竞争力, 为公司实施发展战略和实现经营目标奠定良好基础。

表 5 募集资金项目 单位: 亿元

序号	项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金
1	引进 7 架 A320 系列飞机 和 2 台备用发动机项目	25.58	7.1508

资料来源: 公司招股意向书

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况, 我们预计 2015、2016 年归于母公司的净利润分别为 4.97 亿元和 5.68 亿元, 同比增速分别为 16.25% 和 14.23%, 相应的稀释后每股收益为 0.88 元和 1.00 元。

表 6 公司损益简表及预测 (单位: 百万元)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>一、营业总收入</b>	5,929	6,647	7,302	8,168
<b>二、营业总成本</b>	5,628	6,252	6,839	7,610
营业成本	4,954	5,404	5,939	6,604
营业税金及附加	7	8	9	10
销售费用	436	437	475	531
管理费用	150	244	270	302
财务费用	75	151	146	163
<b>三、其他经营收益</b>				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
<b>四、营业利润</b>	302	395	463	557
加: 营业外收入	163	209	200	200
减: 营业外支出	2	7	0	0
<b>五、利润总额</b>	463	597	663	757
减: 所得税	124	182	166	189
<b>六、净利润</b>	339	415	497	568
减: 少数股东损益	0	-13	0	0
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	339	428	497	568
<b>总股本 (百万股)</b>	568.00	568.00	568.00	568.00
<b>七、每股收益:</b>	0.60	0.75	0.88	1.00

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 航空安全风险

因航空业直接关系到乘客人身与货物的安全, 各航空公司都以航空安全为首要关注点, 安全飞行是航空公司维持正常运营和良好声誉的前提条件。若在航空安全方面出现漏洞, 航空公司在面临严重资产损失的同时, 亦将遭受声誉下降、客户流失等巨大风险。近年发生的多起航空公司客机失事事件再一次提升了公众对全球航空业的安全意识, 也为各家航空公司的安全运营带来更多挑战。

### 航空业政策变化风险

随着经济全球化趋势的深化和推进以及国内市场环境的稳定发展, 近年来我国航空业利好政策连续出台, 对于航空业发展起到了有力的推动作用。但同时, 受国家财政、信贷、税收等相关政策的影响, 民航局在进行行业监管时、国家发改委在审批飞机采购过程中, 任何涉及市场准入与退出、航权开放、国内及国际航线布局、航班时刻管理等方面的航空业政策变化, 都将对公司未来业务的发展产生影响。



### 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。随着全球经济快速发展，近年来全球航空运输业亦呈现整体持续增长的态势。但 2008 年及 2009 年受全球金融危机影响，航空运输业的客货运输量出现负增长；随着 2010 年全球经济的逐步回暖，航空运输业总体亦基本恢复增长态势。

对于我国航空运输业的发展而言，诸如出口快速复苏、贸易摩擦升温、美元汇率走势以及国际政治环境对人民币升值预期等因素的变化，会直接或间接影响我国航空业的市场需求，进而成为决定航空业发展走势的重要因素。我国航空运输业的经营发展也不可避免的受到世界宏观经济波动的影响。对于尚未明朗的未来国内外宏观经济走势，投资者应当积极关注可能由此带来的对包括公司在内的航空运输企业财务状况和经营业绩造成的不利影响。

### 航油价格波动风险

航油是航空公司生产成本最主要构成项之一，2012 年至 2014 年，公司航空燃油年采购金额占主营业务成本的比例分别为 51.51%、49.79% 和 49.50%，呈现出波动态势，对公司经营业绩造成一定压力。目前燃油附加费与油价已形成联动机制，可以有效抵减部分油价上涨对于公司经营的不利影响，但若未来航油价格持续上涨或国际油价大幅波动，仍将会对公司经营业绩造成不利影响。

### 机票价格竞争风险

我国航空业已在经历对包括价格、航线、航权、时刻管理等方面在内的航空管制的逐渐放松，目前民航机票价格采用限定幅度内自主定价的原则，同一航线上各航空公司票价水平已形成差异化。随着未来行业管制的进一步放开，若各航空公司在机票价格方面的新一轮竞争再次上演，则将会对公司盈利水平造成不利影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于 2015、2016 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2015、2016 年平均动态市盈率 21 倍、17 倍；最近上市的十家主板企业中，2014 年、2015 年、2016 年平均市盈率为 53 倍、45 倍和 38 倍。

表 7 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)	市盈率(倍)
------	------	----	-----------	--------

			2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E
601111.Sh	中国国航	11.61	0.25	0.29	0.61	0.72	45.78	40.16	19.03	16.14
600115.Sh	东方航空	8.19	0.19	0.27	0.53	0.60	43.69	30.38	15.52	13.67
600029.Sh	南方航空	9.83	0.19	0.18	0.68	0.80	50.93	54.43	14.51	12.25
600221.Sh	海南航空	5.42	0.17	0.21	0.39	0.49	31.37	25.48	13.98	11.09
601021.Sh	春秋航空	133.76	1.83	2.21	3.03	3.97	73.07	60.51	44.11	33.72
	平均						48.97	42.19	21.43	17.38

资料来源: Wind 上海证券研究所

表 8 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E
603566.SH	普莱柯	29.76	1.02	0.88	1.02	1.24	29.24	33.95	29.18	23.93
603022.SH	新通联	27.43	0.65	0.65	0.75	0.91	42.37	41.89	36.51	30.27
603968.SH	醋化股份	37.53	0.61	0.97	1.17	1.50	61.37	38.50	31.98	25.08
603311.SH	金海环境	10.33	0.19	0.24	0.29	0.35	54.28	42.62	35.62	29.60
603989.SH	艾华集团	43.75	0.81	0.90	1.05	1.26	54.28	48.49	41.67	34.72
603718.SH	海利生物	14.37	0.42	0.36	0.42	0.52	33.87	39.75	34.21	27.62
603227.SH	雪峰科技	10.51	0.29	0.26	0.30	0.35	36.17	39.89	34.96	30.03
603599.SH	广信股份	41.11	0.83	0.81	0.90	1.05	49.51	50.57	45.68	39.15
603355.SH	莱克电气	48.69	0.79	0.86	0.98	1.13	61.55	56.75	49.68	43.00
600959.SH	江苏有线	36.25	0.23	0.26	0.32	0.37	156.79	139.25	111.78	96.80
	平均						57.94	53.17	45.13	38.02

资料来源: Wind 上海证券研究所

### ● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 26.26-31.51 元,对应 2015 年每股收益的 30-36 倍市盈率。



## 分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。