

## 加入“星空联盟”点评：迎全方位发展契机

### ■事件：

7月28日，吉祥航空总部确认其将以“优选合作伙伴”(Connecting Partner)身份加入星空联盟-StarAlliance，目前审批程序正在有条不紊的推进中。“优选合作伙伴”计划是星盟于去年底推出的全新合作模式，旨在加强其航线网络覆盖和增强其合作方式多样性。“优选伙伴”与联盟主体成员间可享受行李托运和值机优先等精英会员礼遇，也可在常旅客计划方面有进一步合作，但具体合作方式需双方商议决定。

### ■点评：

**巨大的转机客流。**据统计，星盟飞往上海浦东机场的远程航班运力要比寰宇一家和不结盟航企的运力之和还要大。这将给吉祥航空带来巨大的转机客流，从而有效提升其客运量、客座率等指标。

**加强现有航空网络。**通过对接星空联盟，逐步实现联盟成员间航班时间、票务、代码共享(共挂班号、班号共享)、乘客转机、飞行常客计划等方面的合作，能够有效加强吉祥航空的现有网络，同时还能带来一个虚拟网络。

**拓展远程航线。**全球性航企联盟可以帮助吉祥发展远程航线；通过联盟内部的资源共享及航线联营，将有利于吉祥航空的远程航线建设。

**学习国际先进经营理念。**加入星空联盟后，公司将按照联盟的标准在安全标准审计、完善枢纽网络、改进服务流程、加快信息化建设、提升品牌形象等方面得到提升，实现服务水准与国际接轨，从而提升公司的综合竞争力。

**■投资建议：**考虑公司在加入星空联盟后将迎来全方位的发展契机，(全面摊薄后)预计公司16-17年EPS分别为1.19元、1.59元，成长性突出；维持“买入-A”投资评级，6个月目标价为35.55元，相当于2016年30x动态市盈率。

**■风险提示：**宏观经济不佳，油价波动，人民币贬值等

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	6,646.9	8,158.2	10,605.7	13,734.4	17,717.4
净利润	427.7	1,047.3	1,521.1	2,043.1	2,653.8
每股收益(元)	0.43	0.97	1.19	1.59	2.07
每股净资产(元)	1.56	2.62	3.57	4.68	6.13
<b>盈利和估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
市盈率(倍)	65.0	28.8	23.6	17.6	13.5
市净率(倍)	17.9	10.7	7.8	6.0	4.6
净利润率	6.4%	12.8%	14.3%	14.9%	15.0%
净资产收益率	21.3%	31.1%	33.2%	34.0%	33.7%
股息收益率	0.0%	0.9%	1.3%	1.7%	2.2%
ROIC	10.7%	22.3%	16.7%	21.8%	29.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

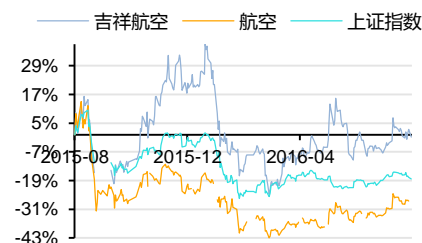
6个月目标价：**35.55元**

股价(2016-08-01) **27.97元**

### 交易数据

总市值(百万元)	35,901.76
流通市值(百万元)	6,013.55
总股本(百万股)	1,283.58
流通股本(百万股)	215.00
12个月价格区间	21.25/78.45元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.48	3.97	8.87
绝对收益	7.29	4.48	-10.21

姜明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080002  
jiangming@essence.com.cn  
021-35082325

胡光烽

报告联系人

hugy@essence.com.cn

### 相关报告

吉祥航空：票价水平坚挺， 全线快速增长	2016-04-20
吉祥航空：15 年年报点评： 壁龛市场大赢家	2016-04-15

## 事件

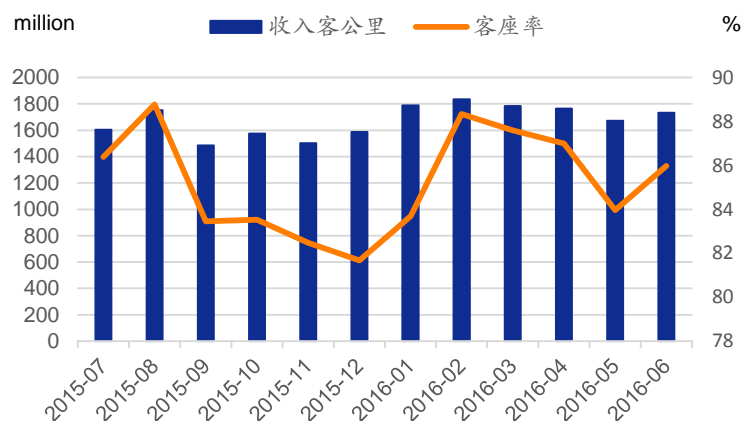
7月28日，吉祥航空总部确认其将以“优选合作伙伴”（Connecting Partner）身份加入星空联盟-StarAlliance，目前审批程序正在有条不紊的推进中。“优选合作伙伴”计划是星盟于去年底推出的全新合作模式，旨在加强其航线网络覆盖和增强其合作方式多样性。“优选伙伴”与联盟主体成员间可享受行李托运和值机优先等精英会员礼遇，也可在常旅客计划方面有近一步合作，但具体合作方式需双方商议决定。

## 点评

### 巨大的转机客流

据统计，星盟飞往上海浦东机场的远程航班运力要比寰宇一家和不结盟航企的运力之和还要大。这将给吉祥航空带来巨大的转机客流，从而有效提升其客运量、客座率等指标。

图 1：吉祥航空经营数据

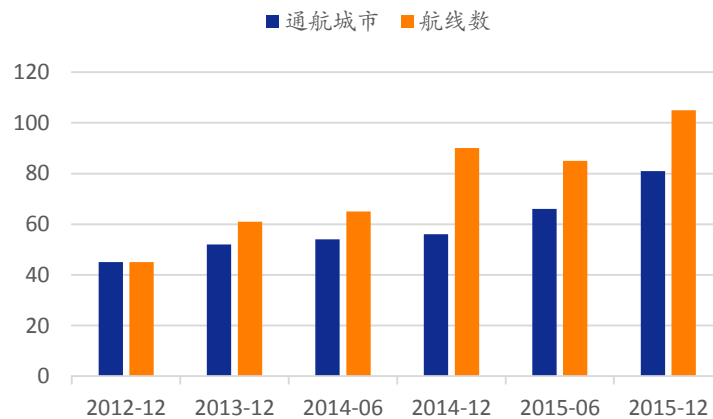


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 加强现有航空网络

通过对接星空联盟，逐步实现联盟成员间航班时间、票务、代码共享（共挂班号、班号共享）、乘客转机、飞行常客计划等方面的合作，能够有效加强吉祥航空的现有网络，同时还能带来一个虚拟网络。

图 2：吉祥航空通航城市及航线数

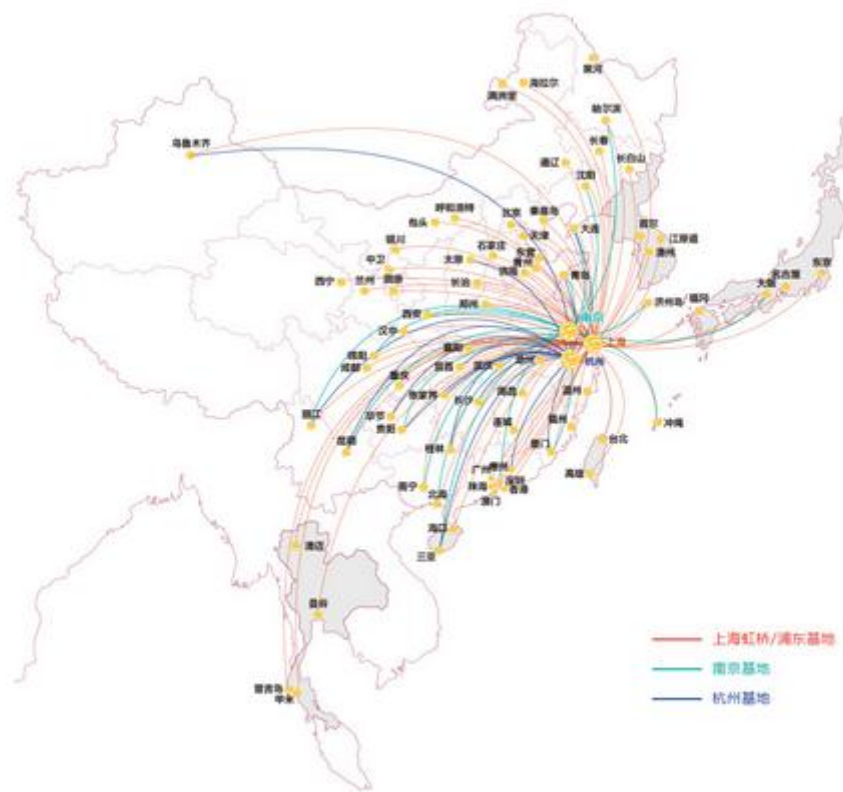


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 拓展远程航线

全球性航企联盟可以帮助吉祥发展远程航线；通过联盟内部的资源共享及航线联营，将有利于吉祥航空的远程航线建设。中国航空企业曾通过加入全球性航企联盟的方式扩展远程市场，例如厦门航空与同处天合联盟的荷兰皇家航空在厦门-阿姆斯特丹航线上组建了联营，东航、南航与法航-荷航集团建立了各种合作，而国航与汉莎航空就组建联营正在进行商谈。

图 3：吉祥航空航线网络图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 学习国际先进经营理念

加入星空联盟后，公司将按照联盟的标准在安全标准审计、完善枢纽网络、改进服务流程、加快信息化建设、提升品牌形象等方面得到提升，实现服务水准与国际接轨，从而提升公司的综合竞争力。

## 全球三大航空联盟浅析

全球航空三大联盟，分别是星空联盟、寰宇一家、天合联盟。据统计，三大航空联盟占据了全球民航客运市场约 62% 的份额。在全球客运市场中，星空联盟占 24.2%，寰宇一家占 18%，天合联盟占 19.8%；在大中华地区（含港台）客运市场中，星空联盟占 27.99%，寰宇一家占 13.28%，天合联盟占 32.47%。

表 1：三大航空联盟对比

	星空联盟	寰宇一家	天合联盟
成立日期	1997-5-14	1999-2-1	2000-6-22
总部位置	德国法兰克福	美国纽约市	荷兰阿姆斯特丹
发起成员	北欧航空 泰国国际航空 加拿大航空 汉莎航空 美国联合航空	美国航空 英国航空 原加拿大航空 国泰航空 澳洲航空	法国航空 达美航空 墨西哥国际航空 大韩航空
正式成员数	28 家	15 家 (30 家附属)	20 家
通航国家	192	152	179
机场数量	1330	994	1052
贵宾候机厅	1000+	600+	636
年客流量 (百万)	641.1	500+	602
员工人数	400000+		480000+
飞机数量	4400+	3300+	3000+
每日航班	18000+	14000+	16000+
联盟外成员合作策略	拒绝合作	开放合作	部分开放

资料来源：互联网，安信证券研究中心

### 星空联盟 (Star Alliance)

星空联盟成立于 1997 年，总部位于德国法兰克福，是世界上第一家全球性航空公司联盟。联盟将航线网络、贵宾候机室、值机服务、票务及其他服务融为一体，为用户提供了良好的飞行体验。星空联盟自成立以来发展迅速，目前已经拥有 28 家正式成员，航线涵盖了 192 个国家和地区以及 1330 个机场。

星空联盟有强大的联盟内部合作机制，其中大部分成员都与联盟中其他成员签订了协议。这些协议具有一定的排他性约束，在加强对内合作的同时，也拒绝星空联盟成员与该联盟集团以外的成员展开合作。

星空联盟的内部为加强和协调航空公司之间的双边合作，实现多边规制，建立了名为 AMT（联盟管理小组）的联盟管理委员会；联盟坚持“每位成员一张投票权”的原则，这意味着在该联盟中投票时，每家航空公司公司无论其规模大小，发言权都是平等的。中国国航是星空联盟成员。

### 寰宇一家 (Oneworld Alliance)

寰宇一家是 1999 年 2 月 1 日正式成立的国际性航空公司联盟，目前发展到 15 个成员航空公司，30 家附属合作伙伴。联盟成员航空公司及其附属航空公司在航班时间、票务、代码共享（共挂班号、班号共享）、乘客转机、飞行常客计划、机场贵宾室以及降低支出等多方面进行合作。

寰宇一家成员对内可以加强合作互助优惠，对外不受排他性规定的限制，联盟成员可以自由与其它航空联盟成员合作。与天合联盟不同的是，寰宇一家没有地区性航空公司成员。

寰宇一家联盟属于商业性联盟，成员间合作比较松散，只有部分成员签定了代码共享协议、统一了定票系统、协调了时刻安排，属于较为脆弱的航空联盟。

### 天合联盟(SkyTeam)

天合联盟是航空公司所形成的国际航空服务网络。2000 年 6 月 22 日由法国航空公司、达美航空公司、墨西哥国际航空公司和大韩航空公司联合成立“天合联盟”。天合联盟航空联盟网络每日航班达 16,270 个架次，航线目的地达 1,057 个，通达 179 个国家/地区，航空会员包括 20 家航空公司。天合联盟航空会员来自世界各大国家，也包含大中华地区最大的航空联盟。

天合联盟对外合作，介于星空联盟与寰宇一家之间。联盟对内鼓励联盟成员彼此加强合作，在联盟成员市场占优势地区合作，签署具有一定排他性约束协议。在联盟未覆盖或市场较弱地区，联盟成员又允许与联盟外成员合作，前提是需要备案并征得当地市场联盟成员同意。

表 2：三大航空联盟成员

	成员
星空联盟	亚德里亚航空、爱琴海航空、加拿大航空、中国国际航空、印度航空、新西兰航空、全日空航空、韩亚航空、奥地利航空、阿维安卡航空、巴西阿维安卡航空、布鲁塞尔航空、巴拿马航空、克罗地亚航空、埃及航空、埃塞俄比亚航空、长荣航空、波兰航空、汉莎航空、北欧航空、深圳航空、新加坡航空、南非航空、瑞士国际航空、葡萄牙航空、泰国国际航空、土耳其航空、美国联合航空
寰宇一家	美国航空、柏林航空、英国航空、国泰航空、芬兰航空、伊比利亚航空、日本航空、智利航空、马来西亚航空、澳洲航空、卡塔尔航空、皇家约旦航空、西伯利亚 (S7) 航空、斯里兰卡航空、TAM 航空
天合联盟	俄罗斯航空、法国航空、意大利航空、墨西哥航空、捷克航空、达美航空、荷兰航空、大韩航空、欧罗巴航空、肯尼亚航空、越南航空、罗马尼亚航空、中华航空、沙特航空、中东航空、阿根廷航空、厦门航空、中国东方航空、中国南方航空

资料来源：互联网，安信证券研究中心

## 投资建议

考虑公司在加入星空联盟后将迎来全方位的发展契机，(全面摊薄后)预计公司 2016 年-2017 年 EPS 分别为 1.19 元、1.59 元，成长性突出；维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 35.55 元，相当于 2016 年 30x 动态市盈率。

## 风险提示

宏观经济不佳，油价波动，人民币贬值等

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	6,646.9	8,158.2	10,605.7	13,734.4	17,717.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,404.2	6,038.8	7,742.2	10,026.1	13,005.4	营业收入增长率	12.1%	22.7%	30.0%	29.5%	29.0%
营业税费	8.0	17.6	21.2	27.5	36.4	营业利润增长率	30.9%	191.3%	59.7%	36.5%	32.7%
销售费用	436.6	436.3	525.1	625.5	736.6	净利润增长率	26.3%	144.9%	45.2%	34.3%	29.9%
管理费用	244.3	269.5	336.1	444.5	567.4	EBITDA 增长率	31.9%	109.6%	30.7%	28.3%	26.7%
财务费用	150.6	267.7	145.8	106.8	52.0	EBIT 增长率	44.9%	159.9%	39.8%	31.9%	29.2%
资产减值损失	7.9	-4.9	3.0	2.0	0.0	NOPLAT 增长率	37.6%	174.3%	39.7%	31.9%	29.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.9%	86.4%	1.1%	-5.8%	0.3%
投资和汇兑收益	-	17.7	5.9	7.9	10.5	净资产增长率	30.2%	63.4%	34.3%	29.8%	30.0%
<b>营业利润</b>	395.2	1,151.0	1,838.2	2,510.0	3,330.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	201.8	250.4	204.4	218.9	224.6	毛利率	18.7%	26.0%	27.0%	27.0%	26.6%
<b>利润总额</b>	597.0	1,401.5	2,042.6	2,728.9	3,554.6	营业利润率	5.9%	14.1%	17.3%	18.3%	18.8%
减:所得税	182.0	373.4	546.1	729.5	950.3	净利润率	6.4%	12.8%	14.3%	14.9%	15.0%
<b>净利润</b>	427.7	1,047.3	1,521.1	2,043.1	2,653.8	EBITDA/营业收入	12.3%	21.0%	21.1%	20.9%	20.5%
						EBIT/营业收入	8.2%	17.4%	18.7%	19.1%	19.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	固定资产周转天数	227	209	179	132	97
货币资金	774.7	1,286.8	848.5	1,098.8	1,417.4	流动营业资本周转天数	-10	-12	-7	-4	-3
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	88	104	91	80	80
应收账款	964.0	1,290.4	1,496.2	2,151.5	2,600.7	应收账款周转天数	46	50	47	48	48
应收票据	2.9	-	2.8	2.0	3.7	存货周转天数	2	2	2	2	2
预付账款	75.3	93.8	78.7	161.2	160.5	总资产周转天数	385	471	443	343	279
存货	36.5	44.3	53.8	75.9	93.1	投资资本周转天数	223	295	297	224	169
其他流动资产	72.9	66.1	76.0	71.7	71.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	21.3%	31.1%	33.2%	34.0%	33.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.2%	7.7%	11.8%	14.9%	18.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	10.7%	22.3%	16.7%	21.8%	29.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	4,063.5	5,392.3	5,143.2	4,894.1	4,645.0	销售费用率	6.6%	5.3%	5.0%	4.6%	4.2%
在建工程	1,439.9	4,369.2	4,369.2	4,369.2	4,369.2	管理费用率	3.7%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
无形资产	8.8	21.4	18.3	15.2	12.1	财务费用率	2.3%	3.3%	1.4%	0.8%	0.3%
其他非流动资产	493.7	840.2	618.4	610.3	602.8	三费/营业收入	12.5%	11.9%	9.5%	8.6%	7.7%
<b>资产总额</b>	7,932.2	13,404.6	12,705.1	13,450.0	13,975.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,433.2	3,185.8	4,401.6	3,359.9	1,727.0	资产负债率	73.3%	74.2%	63.4%	55.1%	43.8%
应付账款	603.6	707.4	885.1	1,244.6	1,509.1	负债权益比	274.3%	287.1%	173.1%	122.6%	78.0%
应付票据	50.8	64.6	20.1	111.9	75.5	流动比率	0.67	0.44	0.39	0.53	0.80
其他流动负债	802.2	2,318.3	1,282.7	2,008.9	2,123.6	速动比率	0.65	0.44	0.38	0.52	0.78
长期借款	2,255.3	2,981.3	764.0	-	-	利息保障倍数	3.62	5.30	13.61	24.51	65.06
其他非流动负债	668.0	683.9	699.3	683.7	689.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	5,813.1	9,941.4	8,052.7	7,409.0	6,124.3	DPS(元)	-	0.27	0.36	0.48	0.62
少数股东权益	113.9	98.1	74.8	33.2	-13.9	分红比率	0.0%	32.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	500.0	1,136.0	1,283.6	1,283.6	1,283.6	股息收益率	0.0%	0.9%	1.3%	1.7%	2.2%
留存收益	1,505.2	2,229.2	3,294.0	4,724.2	6,581.9						
<b>股东权益</b>	2,119.2	3,463.2	4,652.4	6,041.0	7,851.6						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	EPS(元)	0.43	0.97	1.19	1.59	2.07
净利润	415.0	1,028.1	1,521.1	2,043.1	2,653.8	BVPS(元)	1.56	2.62	3.57	4.68	6.13
加:折旧和摊销	306.8	331.5	252.2	252.2	252.2	PE(X)	65.0	28.8	23.6	17.6	13.5
资产减值准备	7.9	-4.9	-	-	-	PB(X)	17.9	10.7	7.8	6.0	4.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	113.4	62.8	-107.1	40.0	31.1
财务费用	138.5	279.0	145.8	106.8	52.0	P/S	5.4	4.4	3.4	2.6	2.0
投资损失	-	-17.7	-5.9	-7.9	-10.5	EV/EBITDA	-	25.8	17.9	13.3	10.0
少数股东损益	-12.7	-19.2	-24.6	-43.8	-49.5	CAGR(%)	68.9%	36.3%	64.1%	68.9%	36.3%
营运资金的变动	32.6	271.6	-122.7	270.2	-266.5	PEG	0.9	0.8	0.4	0.3	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	867.3	1,975.6	1,766.0	2,620.6	2,631.5	ROIC/WACC	1.1	2.4	1.8	2.3	3.2
投资活动产生现金流量	-1,798.6	-4,677.1	13.0	6.5	9.1	REP	-	2.1	2.6	2.0	1.4
融资活动产生现金流量	1,044.7	3,245.4	-2,217.3	-2,376.8	-2,321.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

姜明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034