

吉祥航空 (603885)

证券研究报告

2017年03月16日

双品牌双驱动，洲际业务即将启航

吉祥航空披露二月经营数据

吉祥航空披露 2017 年 2 月经营数据，业务量保持快速增长。2 月当月 ASK 同比增速 20.1%，RPK 同比增速 21.6%，旅客运输量同比增速 24.6%，客座率 89.4%，同比提升 1.1%，国内线业务量增速快于国际线。累计数据方面，1-2 月公司 ASK 累计同比增速 19.6%，RPK 累计同比增速 22.1%，旅客运输量累计同比增速 24.5%，客座率累计同比提升 1.8%。

公司打造“双引擎”驱动，业务规模将快速发展

公司目前打造以全服务航空为主，低成本航空为辅的双引擎驱动的业务模式。综合而言，公司的客公里收入更接近于三大航，而座公里成本更接近于春秋航空，折中的票价水平和良好的成本管控促使公司历史毛利率保持高位。根据公司的机队引进计划，预计 2017 年运力增速或在 25%左右，其中九元航空运力增速或超 50%，低成本航空业务将快速发展，而由于行业供需基本平衡且公司从上海出发航线与东航有所重叠，预计运量与运力将保持同步增长。

入盟奠定国际化基础，宽体机引进打通洲际航线，将正式登上国际舞台

公司或将于 2017 年成为星空联盟“优连伙伴”。对星空联盟其他成员而言，吉祥航空的入盟意味着未来通过代码共享等方式将中国各地旅客集中到上海输送到全球各地具备更强的可操作性，而对公司而言，其可于多方面与联盟成员展开紧密合作，依托星空联盟接入全球航线网络，为未来的国际化道路奠定坚实的基础。公司计划于 2018 年底引入 B787 机型宽体客机，拟开通洲际长航线，登上国际舞台。我们认为纵使开通国际航线对公司的管理水平、人才储备、销售网络建立及售后服务均将带来一定考验，但从长期看机遇大于挑战。全服务型航空公司的发展壮大势必是一个航线网络由点到线，由线到网的过程，不能止步不前，而把上海打造成枢纽网络中心开辟洲际航线，将成为公司业务走向世界舞台实现长足发展迈出的第一步。

投资建议

我们判断 2017-2018 年行业供需基本平衡，且不排除基建刺激下经济弱复苏带来需求超预期的可能性，而 2017 年前两个月行业客座率同比上行或意味着航空公司后续有提价动力。公司业务量将继续保持快速增长，在全年国际油价均值为 55 美元/桶，汇率贬值趋缓的假设基础上，预计 2017-2018 年收入增速为 26.5%、18.3%，实现归母净利润为 14.5 亿、16.0 亿，增速为 7.1%、10.7%，EPS 为 1.13 元、1.25 元。公司目前经营状况良好，票价水平稳定，考虑到业务规模的高成长性，给予“增持”评级，目标价 28.8 元，对应 2017-2018 年 PE25.5 倍、23 倍。

风险提示：宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,646.86	8,158.24	9,884.06	12,504.16	14,788.63
增长率(%)	12.10	22.74	21.15	26.51	18.27
EBITDA(百万元)	816.36	1,710.74	2,045.25	2,357.12	2,827.42
净利润(百万元)	427.69	1,047.29	1,355.02	1,450.55	1,604.98
增长率(%)	26.30	144.87	29.38	7.05	10.65
EPS(元/股)	0.33	0.82	1.06	1.13	1.25
市盈率(P/E)	72.78	29.72	22.97	21.46	19.39
市净率(P/B)	15.52	9.25	4.05	3.58	3.17
市销率(P/S)	4.68	3.82	3.15	2.49	2.10
EV/EBITDA	0.00	25.82	16.89	15.97	14.25

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航空运输
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	24.25 元
目标价格	28.8 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,283.58
流通 A 股股本(百万股)	215.00
A 股总市值(百万元)	31,126.84
流通 A 股市值(百万元)	5,213.75
每股净资产(元)	5.95
资产负债率(%)	55.68
一年内最高/最低(元)	32.80/22.42

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	联系人
zenfanzhe@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1. 核心观点

行业观点：供给端，根据对主导行业供给的三大航的机队扩张计划分析以及对众多中小型航空公司业务扩张速度更快的考量，我们认为 2017 年行业供给仍将维持较快增长，预计 ASK 增速在 12.5%-13% 之间。需求端，经济增长及消费升级推动民航需求快速增长，而基建投资力度加大，扩建机场将使存量机场突破运力瓶颈而新建机场将提高航点数量使得民航需求得以有效释放。我们认为 2017 年-2018 年行业供需基本平衡，且不排除基建刺激下经济弱复苏带动需求超预期的可能性。得益于一线城市热点航线的支撑，航空公司依然能够维持不错的盈利。细分市场方面，国际线由于前期运力高投放，目前存在一定供给压力，而国内线则得益于需求旺盛，预计 2017 年表现或强于国际线。

公司观点：公司目前打造以全服务航空为主，低成本航空为辅的双引擎驱动的业务模式，其中公司自身为全服务型航空公司，票价水平与三大航对标，而控股子公司九元航空为低成本航空，单位成本与春秋航空对标。综合而言，公司的客公里收入更接近于三大航，而座公里成本更接近于春秋航空，折中的票价水平和良好的成本管控促使公司历史毛利率保持高位。未来发展方面，根据公司的机队引进计划，预计 2017 年运力增速或接近 25%，增量运力将继续围绕上海布局，且或继续加大南京、深圳等地的运力投入。国内国际运力分配方面，增量运力投放“二八开”的策略短期或将维持，总体而言，行业供需基本平衡，预计公司运量与运力将保持同步增长。

低成本航空市场空间广阔，公司控股子公司九元航空的规模或将快速扩张，预计至 2017 年底将运营 14 架客机，规模增速达到 56%。未来九元航空将继续打造广州主基地，且或利用广州与东南亚地区的天然距离优势开辟国际航线，而从春秋航空的发展历程上看，其规模较小时盈利能力仍呈现高成长性及弱周期性，因此预计未来数年内九元航空的发展或将为公司带来稳定的收益。

公司或将于 2017 年成为星空联盟“优连伙伴”。对星空联盟其他成员而言，吉祥航空的入盟意味着未来通过代码共享等方式将中国各地旅客集中到上海输送到全球各地具备更强的可操作性，而对公司而言，其可在代码共享、旅客中转、常旅客计划等多方面与联盟成员展开紧密合作，依托星空联盟接入全球航线网络，为未来的国际化道路奠定坚实的基础。公司计划于 2018 年底引入 B787 机型宽体客机，拟开通洲际长航线登上国际舞台。我们认为纵使开通国际航线对公司的管理水平、人才储备、销售网络建立及售后服务均将带来一定考验，但从长期看机遇大于挑战。全服务型航空公司的发展壮大势必是一个航线网络由点到线，由线到网的过程，不能止步不前，而把上海打造成枢纽网络中心，将成为公司业务走向世界舞台实现长足发展迈出的第一步。

我们判断 2017-2018 年行业供需基本平衡，不排除基建刺激下经济弱复苏带来需求超预期的可能性，且 2017 年前两个月行业客座率同比上行或意味着航空公司后续有提价动力。公司业务量将继续保持快速增长，在全年国际油价均值为 55 美元/桶，汇率贬值趋缓的假设基础上，预计 2017-2018 年收入增速为 26.5%、18.3%，实现归母净利润为 14.5 亿、16.0 亿，增速为 7.1%、10.7%，EPS 为 1.13 元、1.25 元。公司目前经营状况良好，票价水平稳定，考虑到业务规模的高成长性，给予“增持”评级，目标价 28.8 元，对应 2017-2018 年 PE25.5 倍、23 倍。

2. 历史沿革、股权结构及市场地位

2.1. 发展十年，快速成长

2004 年民航业向民营资本开放。吉祥航空的前身东部快线航空有限公司的筹建工作于 2005 年 6 月获得民航局批复，并于 2006 年 3 月 23 日由均瑶集团及均瑶投资正式出资成立。2006 年 4 月 25 日，东部快线航空有限公司更名为上海吉祥航空有限公司。2008 年、2009 年及 2010 年吉祥航空先后经历四次增资，增资后吉祥航空的注册资本由 1.5 亿元提高到 3.19 亿元。2011 年，上海吉祥航空有限公司完成改制，变更为上海吉祥航空股份有限公司。2011 年，公司通过股权转让及增资形式引入投资者大众交通、磐石宝骐及荣银投资。2015 年公司完成 IPO，登陆上交所。2016 年公司完成非公开发行，发行数量 1.48 亿股，发行价 22.82 元，募集资金 33.68 亿，募集资金投向为购买飞机及备用发动机等，2017 年公司公告拟于 2018 年底引入 B787 机型，拟进军洲际航线。

表 1：吉祥航空历史沿革

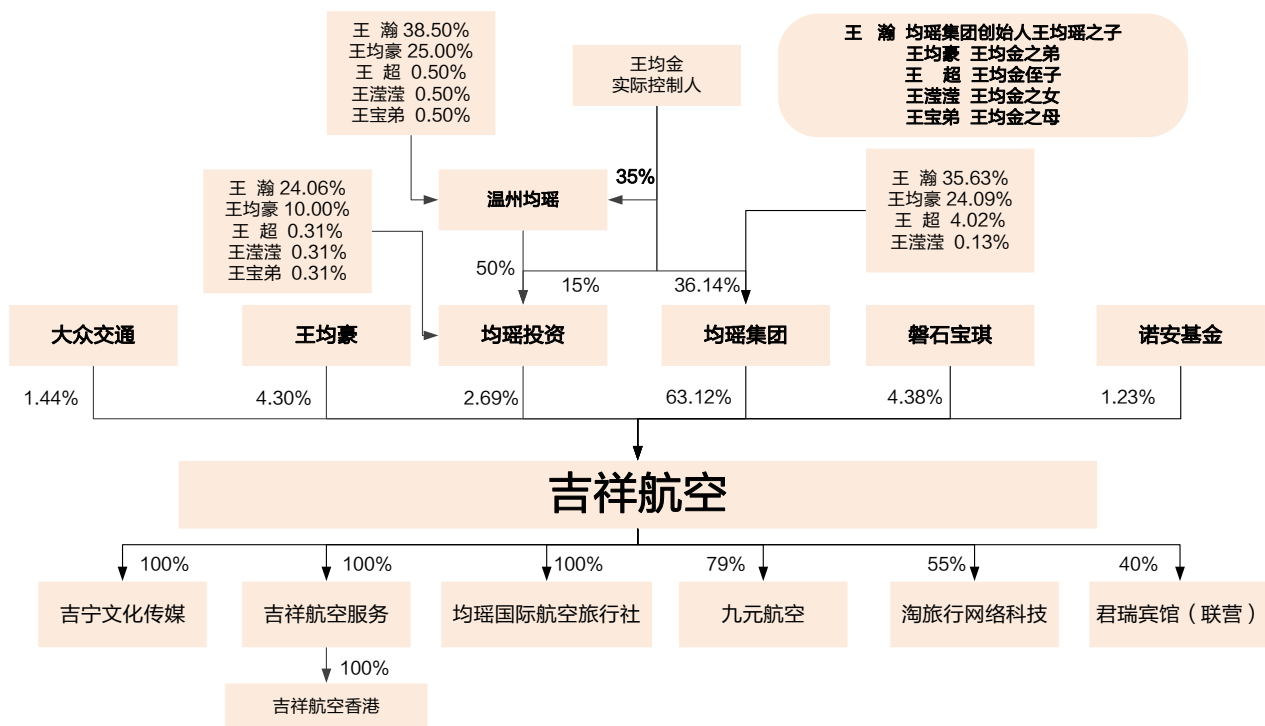
时间	事件
2004 年	民航局宣布对民营企业开放民航业准入
2005 年 6 月	东部快线航空有限公司的筹建工作获得民航局批复
2006 年 4 月	东部快线航空有限公司由均瑶集团和均瑶投资出资 1.5 亿元正式成立
2006 年 5 月	东部快线航空公司更名为上海吉祥航空有限公司
2008 年	均瑶集团以其持有的均瑶广场 6% 的股权认缴增资吉祥有限至 2 亿元
2009 年	均瑶集团亿期持有的均瑶广场 6% 的股权认缴增资吉祥有限至 2.5 亿元
2009 年	吉祥有限以未分配利润增资至 3 亿元
2010 年	王均豪以现金增资吉祥有限，增资后吉祥有限股本达到 3.19 亿
2011 年	均瑶集团将持有的 2.17% 的吉祥有限股权转让给大众交通，并完成股份有限公司改制
2011 年	磐石宝骐、容银投资向吉祥航空增资 5000 万元
2015 年	吉祥航空完成 IPO，登陆上交所，股票代码 603885.SH
2016 年	完成非公开发行，发行股票数量 1.48 亿股，发行价 22.82 元。
2017 年 1 月	公告拟引入 B787 机型，进军洲际航线。

资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

2.2. 背靠均瑶集团，民营企业家打造吉祥航空

公司大股东为均瑶集团，而均瑶集团由创始人王均瑶于 1995 年创始成立。王均瑶于 2004 年去世，其子王瀚继承其持有的均瑶集团 35.5% 的股权，此外，王均瑶之弟王均金及王均豪、其侄子、侄女王超、王滢滢分别各持有均瑶集团 35%、25%、4%、0.5% 的股权。目前均瑶集团对吉祥航空的持股比例为 63.12%，此外，王均豪、均瑶投资各持有公司 4.3%、2.69% 股权，而目前公司实际控制人为均瑶集团第一大股东，同时也是均瑶集团创始人王均瑶之弟王均金。控股及参股公司方面，公司持有以广州为主基地的低成本航空公司九元航空 79% 股权，此外，公司还分别参股或控股淘旅行网络科技有限公司、上海吉祥航空服务有限公司、上海骏瑞宾馆有限公司、上海均瑶国家航空旅行社有限公司等众多航空运输上下游企业。

图 1: 吉祥航空股权结构

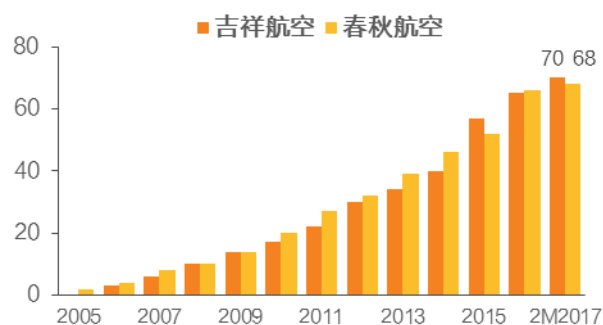


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 公司机队规模再次赶超春秋，但市占率仍有一定差距

2016 年公司旗下机队规模达到 65 架，相比 2015 年提高 8 架，增速为 14%，而相比 2015 年全年 17 架的飞机净引入数量，2016 年公司机队扩张速度放缓。2017 年 1 月公司及旗下九元航空共引入 5 架飞机，机队规模达到 70 架，再次超越春秋航空，成为我国民营航空中机队规模最大的航空公司。运力运量方面，由于机队数量持续增长，2016 年公司 ASK 达到 257.9 亿座公里，同比增速 23.1%，增速同比下降 13.85%；RPK 则达到 221.0 亿客公里，同比增速 23.8%，增速同比下降 15.03%；综合客座率为 85.7%，同比上升 0.5%，而从市占率上看，相比于同为中小型航空公司的春秋航空，由于客座率存在一定差距且国际航线占数量较少，公司以旅客周转量计的市场份额相对较低，2016 年全年市占率为 2.2%。

图 2: 春秋航空和吉祥航空机队数量对比



资料来源: 从统计看民航, 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 吉祥航空运量及客座率

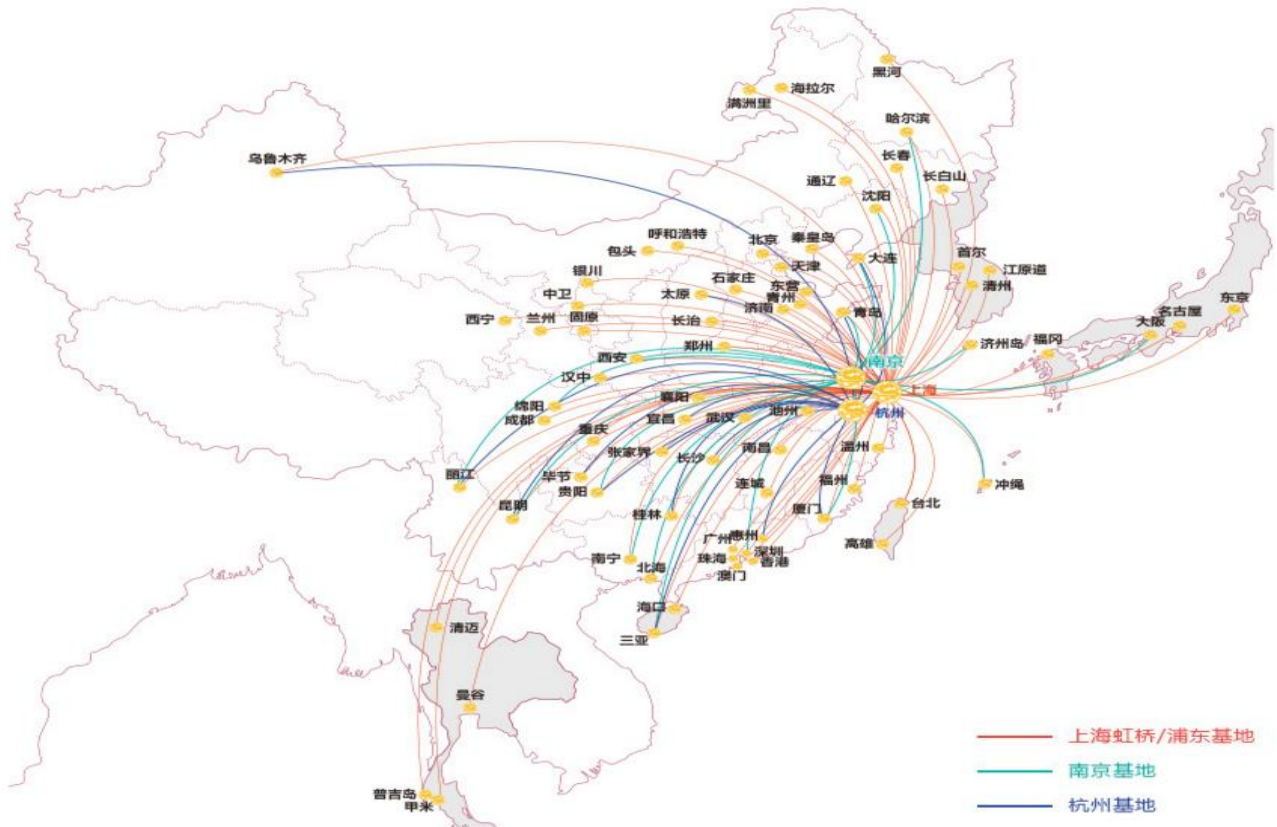


资料来源: Wind, 从统计看民航, 天风证券研究所

航线结构方面，公司以上海为主基地，围绕杭州、南京两大长三角周边二线城市，打造点对点航线网络，目前航线已覆盖我国人口密集、经济发达地区主要城市。截至 2016 年年中，公司经营航线数量达到 109 次，同比增 28%，定期航班班次达到 1556 班，同比增 12.8%，通航城市数量达到 84 个，同比增 27.3%。当前上海依然是公司业务布局中的核心点，运力

分配集中度较高，公司于上海两机场的运力投放占比超过 70%。

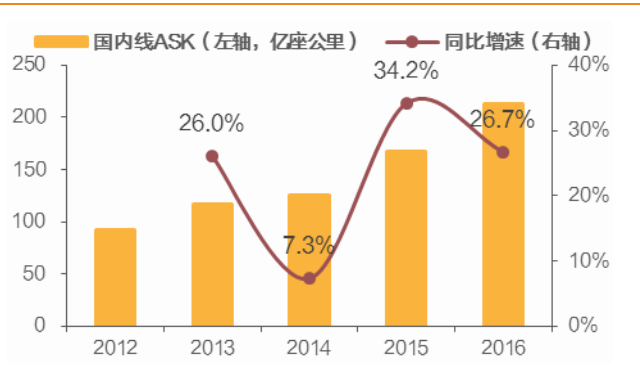
图 4：吉祥航空航线图



资料来源：公司网站，天风证券研究所

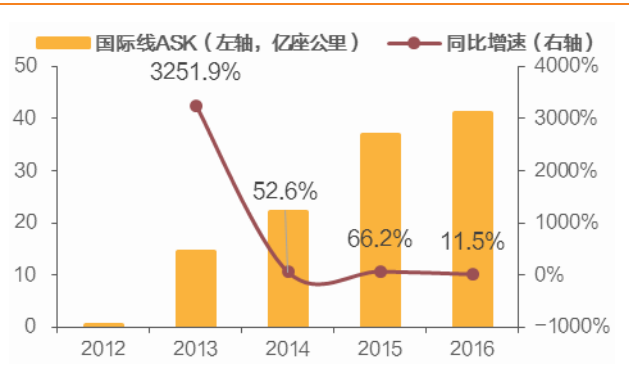
运力结构方面，2016 年公司国内、国际运力整体呈现“二八开”格局，其中国内航线覆盖除西藏地区的所有省份，全年 ASK 为 212.3 亿座公里，同比增长 26.7%，但由于机队扩张降速，国内运力增速同比下降 7.5%，运力占比为 82.3%，同比上升 2.3%；国际线方面，目前公司国际航线覆盖泰国、日本、韩国三个国家共十一个航点，2016 年 ASK 为 41.0 亿座公里，同比上升 11.5%，而由于下半年调减部分泰国航线运力，ASK 增速同比下降 54.7%，运力占比为 15.9%，同比下降 1.7%。

图 5：吉祥航空国内线运力及同比增速



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 6：吉祥航空国际线运力及同比增速



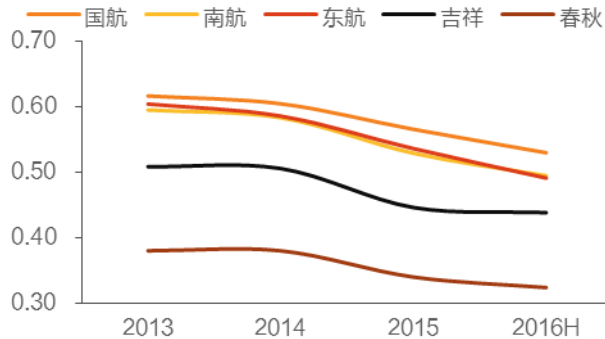
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

2.4. 双品牌运营，双引擎驱动，打造高性价比服务，赢得更高收益

公司及旗下九元航空的经营模式完全不同。吉祥航空的业务模式为全服务航空，而九元航空则为低成本航空。吉祥航空以上海作为主基地，目标客户群为中高端商务旅客，提供的服务及单位收入水平对标三大航，而九元航空则以广州为基地，目标客户群体主要为自费出

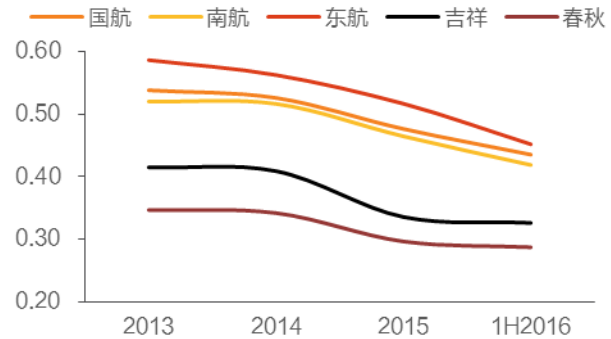
行旅客，单位收入成本水平应对标春秋航空。2013 年、2014 年、2015 年及 2016 年上半年吉祥航空客公里收入水平为分别为 0.508 元、0.501 元、0.446 元、0.438 元，更接近三大航，而座公里总成本费用分别为 0.415 元、0.409 元、0.335 元、0.326 元，更接近春秋航空。

图 7：三大航及吉祥航空、春秋航空客公里收益



资料来源：公司公告，天风证券研究所

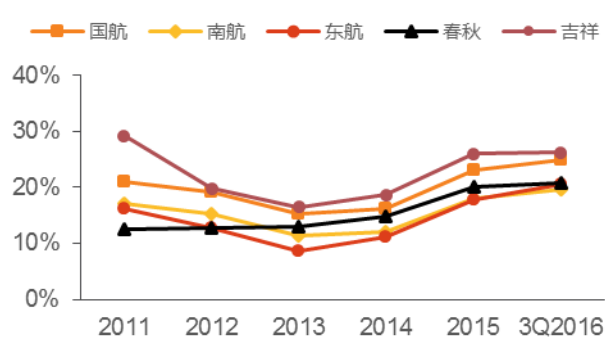
图 8：三大航及吉祥航空、春秋航空座公里成本费用



资料来源：公司公告，天风证券研究所

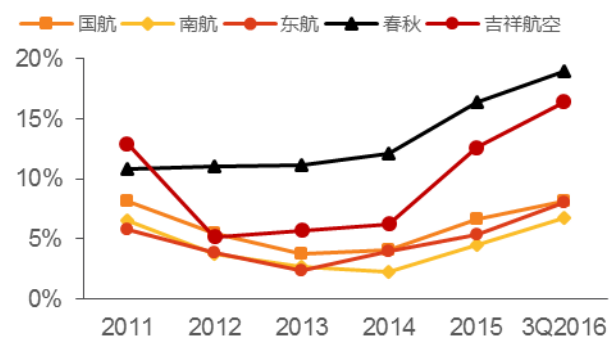
中高的单位收入及较低的单位成本带来了更高的盈利能力，2013 年、2014 年、2015 年及 2016 年前三季度公司毛利率分别达到 16.5%、18.7%、26.0%、26.3%，毛利率水平超过三大航及春秋航空，净利率则分别为 5.7%、6.2%、12.6%、16.4%，仍高于三大航，但由于补贴收入明显偏少，因此净利率相对春秋航空而言仍较低。由于公司主要打造全服务型航空公司，目标客户群体主要为中高端商旅客，且主基地为上海，主要航线与东航的重叠程度较高，因此虽然规模较小，公司的收益能力的周期性相对较强，与行业基本保持同步。2015 年及 2016 年前三季度，行业供需弱改善下油价大幅下跌，成本优势凸显，公司毛利率及净利率大幅攀升，且由于汇兑弹性较低，相比承担巨额损失的三大航，净利率优势显著放大。

图 9：三大航及吉祥航空、春秋航空毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：三大航及吉祥航空、春秋航空净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 行业供需基本平衡，公司盈利能力或将延续

供给端，行业供给增长取决于飞机数量的扩张及飞机周转率的变动：我国三大航目前占据近七成的运力份额，因此在未来一段时间内其机队规模扩张依然能主导行业供给增长。2017 年三大航计划净引入客机数量约为 152 架，同比增速为 8.2%，而根据三大航的远期机队规划目标，我们认为 2018 年至 2020 年其飞机数量增速依然可维持在 7%以上，此外，考虑到海航、春秋航空、吉祥航空及众多小航空公司的机队扩张速度更快，预计行业机队数量依然维持每年 10%左右的增长，而宽体机的加速引入将产生绝对座位数量和周转速度提升的供给乘数效应，因此我们预计 2017-2018 年行业 ASK 增速为 12.5%-13%。

表 2: 三大航机队引进计划

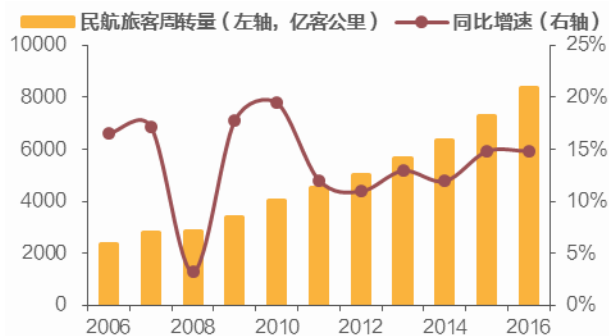
客运飞机数量	南航	国航	东航	合计
2014	602 (引进 64 退出 24)	519 (引进 66 退出 21)	485 (引进 75 退出 43)	1606
2015	653 (引进 54 退出 3)	567 (引进 63 退出 15)	526 (引进 80 退出 42)	1746
2016	688 (引进 53 退出 18)	603 (引进 52 退出 16)	572 (引进 72 退出 26)	1863
2017E	747 (引进 80 退出 21)	641 (当年引进 56)	624 (引进 73 退出 21)	2012
2018E	810 (引进 64 退出 1)	673 (当年引进 46)	675 (引进 66 退出 15)	2158

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

需求端, 经济增长、消费升级依然是推升民航需求的主逻辑: 一方面, 随着经济平稳发展, 商业活动将愈发频繁, 公商务旅客将维持稳定增长; 另一方面, 随着人均可支配收入提高, 中产阶级人群规模扩张, 国民整体消费能力逐年上台阶, 因私出行将保持较高增速, 此外, 处于出行方式中的金字塔顶峰, 旺季如春运期间民航可享受其他出行方式需求的溢出效应, 因此我们认为民航整体需求依然能够维持高的增速, 而民航“十三五规划”提及至 2020 年我国将新建及续建 74 个机场, 建成机场超 50 个, 机场数量将由 2015 年的 207 个发展到 260 个以上, 五年增速超过 25%, 存量机场运输承载力的突破以及新增通航城市数量的上升将成为民航需求得以释放的保证。

- 民航“十三五规划”提出 2016 至 2020 年民航旅客运输量年均增速达到 10.4% 的目标, 而 2016 年全年 11.8% 的客运量增速及 14.8% 的旅客周转量增速使十三五期间民航发展迎来开门红。不论从经济增长及消费升级的角度看, 还是从“十二五”规划的需求增速目标实际完成情况看, 我们对未来数年行业需求增速达到“十三五”规划目标有充足的信心, 而随着航线平均航距的不断延长, 行业 RPK 增速应略高于 10.4% 的年均客运量增速, 对应 12.5%-13% 的 ASK 增长, 我们认为未来两年行业供需整体基本平衡, 客座率维持稳定。

图 11: 我国民航历史旅客周转量及同比增速



资料来源: CAAC, 天风证券研究所

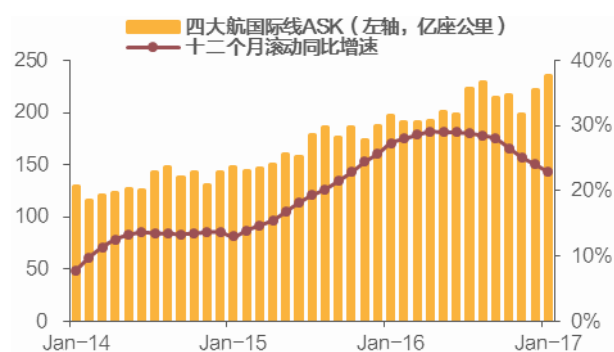
图 12: 我国民航“十二五”规划目标及实际完成状况



资料来源: CAAC, 天风证券研究所

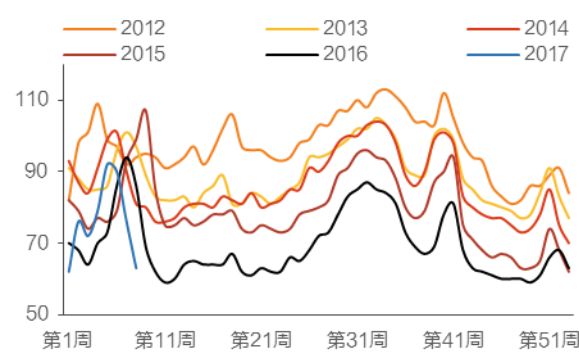
目前国际线存一定供给压力, 未来或随运力投放增速趋缓而逐步减弱: 2014 年出境游客量爆发式增长, 航空公司逐步加大国际线运力投放, 而随着一线城市航权逐步用尽且机场时刻难求, 航空公司于二线城市新开国际航线数量快速增加。相对于旺盛的需求, 供给增速更快, 因此 2015 年国际航线票价下滑, 2016 年则延续下降趋势, 全年票价水平跌幅达 12.3%。2016 年下半年起航空公司逐步削减国际航线增量运力投放, 行业国际线运力增速逐步下降, 同时票价跌幅缩窄。2017 年各大航空公司国际线运力计划投放相对谨慎, 根据我们的草根调研, 三大航国际航线运力投放计划增速约为 15%, 显著低于 2016 年 21.8% 的实际增速, 预计行业国际线运力增速或继续放缓, 而消费升级将促使出境游维持较高的景气度, 需求增长能够得到保障, 综合考虑我们认为 2017 年行业国际线供给压力趋缓。

图 13：四大航国际线客运周转量及十二个月滚动同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

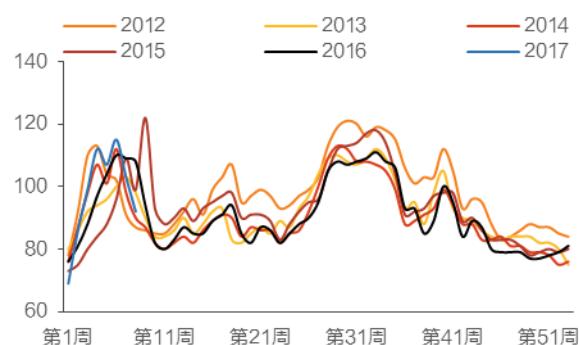
图 14：国际线票价水平



资料来源：中航信航指数，天风证券研究所

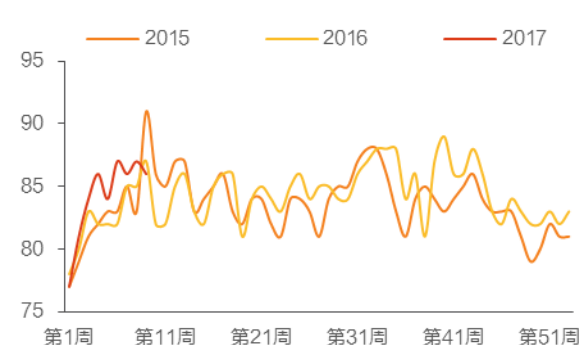
国内线供需关系相对良好，航空公司整体收益能力大概率得到保证：过去两年，随着高铁旅客分流冲击和限制三公消费的边际影响减弱，即便有低油价下航空公司间压低票价展开竞争的因素影响，票价指数依然维持稳定，2016 年仅下跌 2.5%，且下半年同比转正，而 2017 年春运期间国内航线表现良好，票价同比基本持平，而客座率则达到 84.2%，同比提升两个百分点，供需关系有所改善。我们认为未来在需求进一步增长的市场背景下，由于一线城市机场吞吐量趋于饱和而存在供给瓶颈，预计热点城市间航线票价将保持坚挺，航空公司于国内航线整体收益能力大概率得到保证。

图 15：国内线票价水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：国内线客座率



资料来源：中航信航指数，天风证券研究所

公司运力运量展望：公司 2017 年或引入 17 架飞机，其中 12 架投放于吉祥航空，5 架投放于子公司九元航空，至 2017 年底公司机队规模或将达到 82 架，增速达到 26.2%，此外，公司预计将于 2018 年底引入 3 架 B-787 机型宽体客机，并将于 2019 年起开辟洲际长航线，预计远期运力增速依然较快。仅就 2017 年而言，由于机队引入速度提速，且有 5 架客机已于 1 月引入，叠加航距因素，实际 ASK 增速或在 25% 左右。增量运力布局仍将围绕上海展开，但由于上海两机场目前时刻紧张，增量运力或部分转投至南京、深圳等地。国内国际运力分配方面，增量运力投放“二八开”的策略短期或将维持，而由于行业国际线目前供给压力尚存，公司国际航线实际运力投放增速可能不及预期。而行业供需基本平衡且公司从上海出发航线与东航有所重叠，因此预计公司客运量与运力将保持同步增长。

4. 低成本引擎快速发展，预期入盟拓宽走向国际道路

4.1. 九元航空快速发展，扎根广州前景广阔

低成本航空经营模式由美国西南航空创立，深刻影响了航空市场格局。进入新世纪，具备“低成本、低票价、高辅收”属性的低成本航空经营模式在全球范围内被广泛学习采纳，目前市场份额超过 25%。我国低成本航空起步较晚，当前市占率仅略超 10%。我国主要的

低成本航空公司为拥有 68 架客机，市场份额接近 3%的春秋航空以及东方航空旗下拥有 35 架左右客机的中联航，以及海航旗下西部航空、祥鹏航空和吉祥航空旗下的九元航空。九元航空于 2014 年 4 月由吉祥航空、亿利资源集团、新华联控股、自然人纪广平共同投资设立，目前吉祥航空持股比例为 78.9%。2014 年 12 月九元航空成功完成首航，并于 2015 年 1 月正式投入商业运营。自成立以来，九元航空快速成长，2016 年全年经营飞机数量达到 9 架，盈利能力方面，虽成立时间较短且规模较小，但 2016 年上半年便已实现盈利，预计 2016 年全年盈利应接近亿元大关。

表 3：低成本航空与全服务航空业务模式差异

	低成本航空公司	全服务航空公司	低成本航空优势
机队设置	单一机型（通常是 A320 或 B737） 座椅密度较高（如 A320 机型设置 180 个座位）	多种机型 座椅密度较低	单一机型导致飞机采购、维修、航材采购和修理成本较低
舱位设置	单一舱位（不设公务舱和头等舱）	一般分设头等舱、公务舱与经济舱	单位成本低，运行复杂程度低
飞机利用率	延长至凌晨和深夜起飞，提高日均飞行时间（平均飞机日利用率约 11 小时） 多使用二线机场，周转速度快	通常利用早上 8 点至晚上 9 点的时刻， 平均飞机日利用率约 9 小时 使用航班密集的大机场，因此往返时间较长	利用率较高，摊薄单位固定成本
航线网络	中短途、点对点直线航线	以枢纽轮辐式航线为主	运行效率高，复杂程度低
机场选择	偏向选择二线机场起降，并与其开展积极合作	大多选择国际、大型机场为枢纽起降	二线机场和低成本航站楼收费较低
机票销售	以网络直销为主	目前以代理、自主营业部销售为主	网上直销的销售费用较低
附赠服务	无附赠服务，额外服务需收取费用（如机供餐饮、座位挑选、快速登机）	无额外收费下提供机上餐饮、娱乐活动、座位挑选等	积极发展辅助收入
受宏观经济影响	弱	强	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

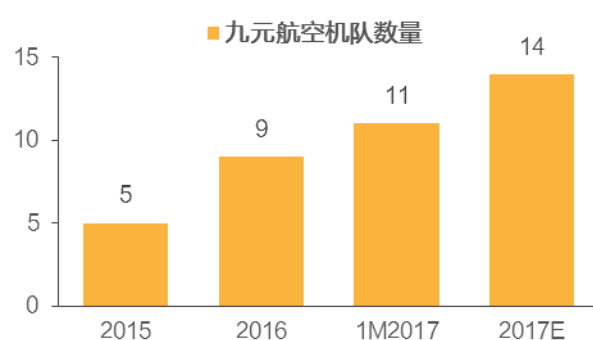
我们认为我国居民消费能力的提升势必催生多样化的出行需求，而随着高价格敏感性且高时间敏感性群体的日趋壮大，低成本航空带来增量需求将源源不断的释放，且民航局《关于促进低成本航空发展的指导意见》则为低成本航空公司发展带来了政策上的支持，此外，高铁网络化将挤压全服务航空公司于中短途航线的生存空间，为低成本航空的发展带来机遇，因此我们认为我国低成本航空的市场空间十分广阔。九元航空的规模增长方面，2017 年 1 月公司已新引入两架客机，而根据母公司吉祥航空的规划，预计至 2017 年底九元航空旗下将运营 14 架客机，规模增速达到 56%；经营规划方面，未来九元航空将继续打造广州主基地，且不排除利用广州与东南亚地区的天然距离优势开辟国际航线的可能。从春秋航空的发展历程上看，其规模较小时盈利能力呈现高成长性及弱周期性，因此预计未来数年内九元航空的发展或将为公司带来稳定的收益。

图 17：九元航空航线网络图（2015 年报）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：九元航空机队数量

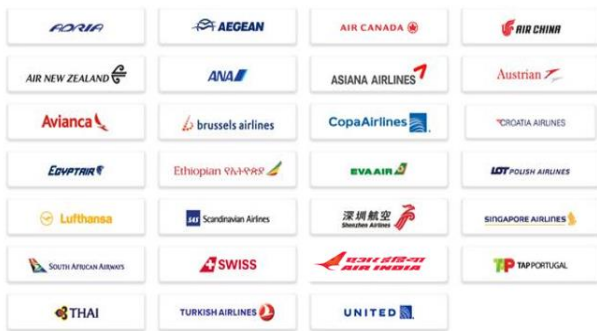


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 入盟预期强烈，为国际化奠定基础

全球三大航空联盟之一的星空联盟成立于 1997 年，是世界第一家全球性航空公司联盟，目前成员包括美国联合航空、法国汉莎航空、中国国际航空、全日空等大型航空公司。公司于 2016 年 10 月于星空联盟签署战略合作协议，计划于 2017 年成为星空联盟“优连伙伴”，如顺利入盟，将有助于公司后续国际化业务拓展。此前原属星空联盟的上海航空于 2010 年被东方航空收购后自动脱盟，星空联盟由此失去上海这一国家级经济中心城市和国际门户枢纽的部分业务版图，目前星空联盟成员于上海地区的市场份额仅不足 10%。据吉祥航空披露，星空联盟在我国第二大机场——上海浦东机场的周航班量超过 720 班次，而吉祥航空一家中小型航空公司的周班次便已达到 830 班次以上，对星空联盟其他成员而言，吉祥航空的入盟或意味着未来通过代码共享等方式将中国各地旅客集中到上海输送到全球各地具备更强的可操作性，而对公司而言，其可在代码共享、旅客中转、常旅客计划等多方面与联盟成员展开紧密合作，依托星空联盟接入全球航线网络，为未来的国际化道路奠定坚实的基础。

图 19：星空联盟成员图谱



资料来源：星空联盟网站，天风证券研究所

图 20：吉祥航空和星空联盟于浦东机场的周航班量对比



资料来源：民航资源网，天风证券研究所

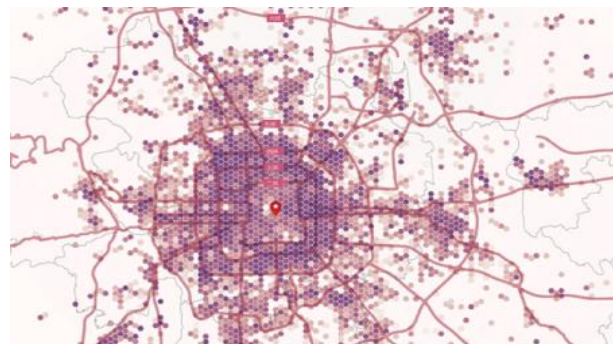
加入星空联盟或将有利于吉祥航空于北京地区的布局：北京新机场建成后，包括国航在内的星空联盟成员或将留在首都机场运营，而包括南航和东航的星空联盟成员则预计在四年的过渡期内整体搬迁至首都新机场运营。首都国际机场距离市区更近，且北京主要公商务客源集中在长安街沿线及城区东北部地区，因此未来老机场或对公商务客源具备更强的吸引力。就公司而言，如成功加入星空联盟，或将有利于公司于北京地区的业务布局，改变目前于首都机场仅有一条航线且为非优质时刻的早晚班的现状，提升市场竞争力和盈利能力。

图 21：北京新老机场区位图



资料来源：百度图片，天风证券研究所

图 22：北京市人口密度图



资料来源：百度图片，天风证券研究所

4.3. 引入 B787 客机，拟打通洲际之路，迈向国际舞台

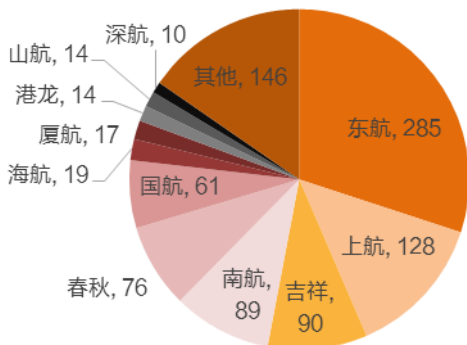
2017 年 1 月 23 日，公司公告拟与波音公司签订《购买 B787 系列飞机协议》，向波音公司确定购买五架并意向购买五架 B787-9 远程宽体飞机。如进展顺利，确认购买的五架飞机中的三架飞机将于 2018 年交付，两架将于 2019 年交付，若意向购买的五架飞机确认引进，其中一架将于 2019 年交付，四架将于 2020 年交付。引入宽体客机是公司管理层经过长期研讨后，为推动公司与国际接轨，将服务推向世界的一项重要决定。B787-9 机型的最大航程超过 14000 公里，远高于公司目前主力机型不足 6000 公里的航距，届时公司航线将突破窄体机型的距离限制，有能力将旅客运送至全球各地，且如公司入盟顺利，国际长航线的开通将伴随着与星空联盟成员的密切合作，将帮助公司快速积攒国际航线运营经验，提升服务质量和运营能力。

表 4：B787-9 机型于 A320、B737 机型部分技术参数对比

机型	B787-9	A320-200	B737-800
标准两级仓位座位数	290	150	162
货舱容积 (m ³)	154.4	37.42	45.1
最大航程 (km)	14140	5000	5665
最大巡航速度 (马赫)	0.85	0.82	0.785

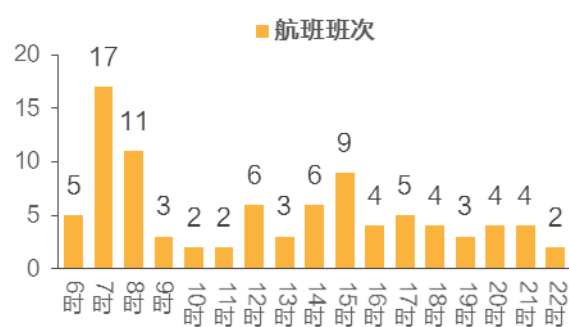
资料来源：波音官网、空客官网、天风证券研究所

图 23：各航空公司于上海两场班次占比



资料来源：上海机场网站，天风证券研究所

图 24：吉祥航空于上海两机场的时刻分布



资料来源：上海机场网站，天风证券研究所

我们认为开通国际航线对公司的管理水平、人才储备、销售网络建立及售后服务均将带来一定考验，但从长期看机遇大于挑战：首先，公司作为主基地为我国的经济中心的全服务型航空公司，本就具备良好的国际线旅客客源基础；第二，虽然公司于上海两场的黄金时刻占比较少，但并非完全没有优质的时刻资源，而优质时刻资源的利用或将使国际线旅客的吸引力明显增强；第三，入盟后背靠大树好乘凉，倚靠联盟其他成员的带动及彼此的合作，学习先进的经营管理经验，有助于国际业务的快速发展；第四，2016 年 12 月民航局提出要在 2016-2019 年疏解北京首都国际机场非国际航空枢纽功能，如公司未来能够于北京首都机场获得增量时刻资源，结合政策助力，将使国际航线业务发展奠定良好基础；最后，全服务型航空公司的发展壮大势必是一个航线网络由点到线，由线到网的过程，不能止步不前，而把上海打造成枢纽网络中心，将成为公司业务走向世界舞台实现长足发展迈出的第一步。

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 油价仍为扰动项，汇率利率影响相对较弱

行业供需平衡下油价仍为扰动因素：2014 年下半年起油价断崖式下跌，2015 年及 2016 年布伦特原油均价仅为 53.6 美元和 45.1 美元，为 2005 年以来的最低值。公司 2015 年的

燃油成本为 18.4 亿元，同比下降 19.2%，而预计 2016 年燃油成本在运力增速达到 23.08% 的同时依然仅上升不到 10%。目前油价虽有波动，但相比 2016 年均价仍出现明显反弹，由于预计 2017 年公司运力计划投入扩张速度较快，基于 2017 年国际油价 55 美元左右的假设上，估计公司的燃油成本将增长五成左右，在一定程度上带来成本压力。

汇率利率波动对公司业绩影响较小：2016 年中报显示公司美元长期借款折合人民币 32.3 亿元，短期借款折合人民币 24.36 亿元，汇兑敏感性（人民币兑美元汇率贬值 1% 净利润降低）为 831 万元，相比于全年预计超 10 亿的净利润，汇兑敏感性较低。此外，公司的利率敏感性（利率上涨 1% 净利润降低）亦仅为不足 1000 万元人民币，因此预计未来汇率利率的波动对公司业绩影响较小。

图 25：布伦特原油价格及我国航空燃油出厂价（含税）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：美元兑人民币汇率及中美两国利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 盈利预测及投资建议

我们判断 2017-2018 年行业供需基本平衡，不排除基建刺激下经济弱复苏带来需求超预期的可能性，且 2017 年前两个月行业客座率同比上行或意味着航空公司后续有提价动力。公司业务量将继续保持快速增长，在全年国际油价均值为 55 美元/桶，汇率贬值趋缓的假设基础上，预计 2017-2018 年收入增速为 26.5%、18.3%，实现归母净利润为 14.5 亿、16.0 亿，增速为 7.1%、10.7%，EPS 为 1.13 元、1.25 元。公司目前经营状况良好，票价水平稳定，考虑到业务规模的高成长性，给予“增持”评级，目标价 28.8 元，对应 2017-2018 年 PE25.5 倍、23 倍。

5.3. 可比公司估值

表 5：可比公司估值（2017-3-15）

代码	公司	股价	PE (TTM)	PB (LF)	EPS		
					2016	2017	2018
603885.SH	吉祥航空	24.25	23.2	4.39	1.06	1.13	1.25
603885.SH	吉祥航空	24.25	23.2	4.39	1.12	1.35	1.56
601021.SH	春秋航空	37.97	23.5	4.02	1.66	1.69	1.85
601111.SH	中国国航	8.24	15.5	1.53	0.58	0.60	0.66
600029.SH	南方航空	7.93	13.8	1.76	0.59	0.61	0.68
600115.SH	东方航空	7.28	17.8	2.12	0.44	0.48	0.49

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：黄底部分 EPS 为 Wind 一致预期值，其余为我们预测值

6. 风险提示

宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	774.72	1,286.79	2,471.02	2,500.83	2,218.29
应收账款	963.99	1,290.37	1,198.21	2,019.52	1,868.24
预付账款	75.33	93.83	106.43	174.19	149.40
存货	36.48	44.32	61.24	71.40	93.34
其他	75.78	66.09	74.56	82.59	101.30
流动资产合计	1,926.30	2,781.41	3,911.47	4,848.54	4,430.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,063.51	5,392.35	8,428.07	11,399.72	14,517.27
在建工程	1,439.90	4,369.19	4,030.78	5,219.04	5,847.83
无形资产	8.77	21.41	27.25	32.55	37.30
其他	493.74	840.21	813.46	890.64	989.34
非流动资产合计	6,005.92	10,623.17	13,299.56	17,541.95	21,391.74
资产总计	7,932.22	13,404.57	17,211.02	22,390.49	25,822.32
短期借款	1,433.18	3,185.84	2,025.52	4,588.32	6,719.75
应付账款	603.58	707.42	923.96	1,257.50	1,333.94
其他	853.00	2,382.94	2,170.47	2,953.18	2,670.33
流动负债合计	2,889.76	6,276.19	5,119.95	8,798.99	10,724.03
长期借款	2,255.29	2,981.28	3,384.00	3,898.51	4,230.76
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	668.01	683.89	920.32	879.45	911.02
非流动负债合计	2,923.30	3,665.17	4,304.32	4,777.96	5,141.78
负债合计	5,813.06	9,941.36	9,424.28	13,576.95	15,865.81
少数股东权益	113.91	98.11	105.19	116.59	136.09
股本	500.00	1,136.00	1,283.58	1,283.58	1,283.58
资本公积	488.99	566.49	3,786.71	3,786.71	3,786.71
留存收益	1,505.25	2,229.24	6,397.97	7,413.36	8,536.84
其他	(488.99)	(566.63)	(3,786.71)	(3,786.71)	(3,786.71)
股东权益合计	2,119.16	3,463.21	7,786.74	8,813.53	9,956.51
负债和股东权益总	7,932.22	13,404.57	17,211.02	22,390.49	25,822.32

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	415.00	1,028.06	1,355.02	1,450.55	1,604.98
折旧摊销	306.77	331.53	468.29	694.34	944.77
财务费用	138.54	278.98	169.46	182.49	289.15
投资损失	0.00	(17.74)	7.43	(5.24)	13.30
营运资金变动	32.58	271.59	341.17	(20.95)	(105.32)
其它	(25.60)	83.21	7.08	11.40	19.49
经营活动现金流	867.29	1,975.63	2,348.45	2,312.58	2,766.39
资本支出	1,376.70	4,546.90	2,935.00	4,900.42	4,664.30
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(3,175.27)	(9,224.05)	(6,112.84)	(9,755.73)	(9,374.47)
投资活动现金流	(1,798.58)	(4,677.14)	(3,177.84)	(4,855.31)	(4,710.17)
债权融资	3,825.48	7,390.21	6,611.85	9,802.04	12,233.93
股权融资	(150.63)	445.65	3,198.48	(182.49)	(289.15)
其他	(2,630.19)	(4,590.41)	(7,796.72)	(7,047.01)	(10,283.53)
筹资活动现金流	1,044.66	3,245.45	2,013.61	2,572.54	1,661.25
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	113.37	543.93	1,184.23	29.82	(282.54)

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,646.86	8,158.24	9,884.06	12,504.16	14,788.63
营业成本	5,404.25	6,038.78	7,509.96	9,865.63	11,767.08
营业税金及附加	7.97	17.62	19.77	26.26	29.58
营业费用	436.65	436.26	454.67	552.68	621.12
管理费用	244.29	269.49	316.29	401.38	476.19
财务费用	150.63	267.72	169.46	182.49	289.15
资产减值损失	7.92	(4.90)	(1.01)	0.66	(1.30)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	17.74	(7.43)	5.24	(13.30)
其他	0.00	(35.49)	14.86	(10.48)	26.60
营业利润	395.15	1,151.02	1,407.50	1,480.30	1,593.50
营业外收入	209.05	253.32	410.24	470.97	574.57
营业外支出	7.23	2.88	1.60	2.00	2.10
利润总额	596.97	1,401.46	1,816.14	1,949.27	2,165.97
所得税	181.98	373.39	454.03	487.32	541.49
净利润	415.00	1,028.06	1,362.10	1,461.95	1,624.48
少数股东损益	(12.69)	(19.22)	7.08	11.40	19.49
归属于母公司净利润	427.69	1,047.29	1,355.02	1,450.55	1,604.98
每股收益(元)	0.33	0.82	1.06	1.13	1.25

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	12.10%	22.74%	21.15%	26.51%	18.27%
营业利润	30.93%	191.29%	22.28%	5.17%	7.65%
归属于母公司净利润	26.30%	144.87%	29.38%	7.05%	10.65%
获利能力					
毛利率	18.69%	25.98%	24.02%	21.10%	20.43%
净利率	6.43%	12.84%	13.71%	11.60%	10.85%
ROE	21.33%	31.12%	17.64%	16.68%	16.34%
ROIC	10.70%	22.26%	13.57%	11.23%	9.28%
偿债能力					
资产负债率	73.28%	74.16%	54.76%	60.64%	61.44%
净负债率	67.57%	35.02%	16.24%	3.87%	12.80%
流动比率	0.67	0.44	0.76	0.55	0.41
速动比率	0.65	0.44	0.75	0.54	0.40
营运能力					
应收账款周转率	7.76	7.24	7.94	7.77	7.61
存货周转率	192.82	201.94	187.28	188.55	179.54
总资产周转率	0.94	0.76	0.65	0.63	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.82	1.06	1.13	1.25
每股经营现金流	0.68	1.54	1.83	1.80	2.16
每股净资产	1.56	2.62	5.98	6.78	7.65
估值比率					
市盈率	72.78	29.72	22.97	21.46	19.39
市净率	15.52	9.25	4.05	3.58	3.17
EV/EBITDA	0.00	25.82	16.89	15.97	14.25
EV/EBIT	0.00	31.13	21.91	22.64	21.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com