

立足上海深耕国内, 九元航空未来可期

投资要点

- 财务、经营情况:** 公司2016年实现营业收入99.3亿, 同比增长21.7%, 归母净利润12.5亿, 同比增长19.3%, 扣非后归母净利润9.1亿, 同比增长8.4%, 四季度单季营收21.6亿, 同比增涨14.2%, 受航油成本上升影响, 同时韩泰线情况恶化, 运力结构被迫快速调整, 四季度表现弱于全年水平, 微亏1500万。公司拟每10股派发现金红利2.5元(含税), 以资本公积金向全体股东每10股转增4股, 转增后公司总股本将增加至17.97亿股。
- 立足上海主基地, 深耕国内航线。** 公司立足上海主基地, 2013-2016年, 公司在上海两机场运送旅客占上海机场总吞吐量比例由7.8%上升至8.5%, 而2013-2016年, 上海机场营运规模和吞吐量持续增长, 2016年旅客吞吐量较2013年增长了25.78%。公司目前将接近80%运力投放于上海两场机场, 并且凭借较强的细分市场竞争优势努力扩大在该领域的市场份额, 在上海航空市场快速发展的同时, 公司市场份额持续提高。同时, 公司将南京设立为辅基地, 与上海基地配合, 建立了具有一定规模的网络布局。2016年吉祥航空国内航线可用座公里同比增长26.7%, 达到212.3亿座公里, 实现184.7亿客公里, 同比增长25.9%, 客座率同比下滑0.56个百分点, 达到86.98%。公司国内线运力与需求匹配较好, 国际线票价水平下滑对公司影响相对较小。
- 政府补助大幅增长, 助力公司发展。** 2016年公司收到各项政府补贴、奖励收入3.7亿元, 同比增长近82%。扣除非经常损益项目的影响后, 公司实现扣非后净利润9.1亿元, 同比增长8.4%。
- 九元航空扭亏为盈, 增厚公司业绩。** 2016年子公司九元航空实现净利润5622万元, 2015年亏损8357万元, 同比实现扭亏为盈。九元航空立足广州市场, 依托珠三角乃至广东省的区位优势, 积极拓展低成本航空市场, 逐步取得成效。目前九元航空拥有11架波音B737系列飞机, 运营20多条国内航线, 开通通航城市19个, 2017将引进6架波音B737飞机, 未来还将引进737 MAX 8。航线规划上, 预计2017年将开通广州始发的国际航线。九元航空所在的广州基地与母公司吉祥航空所在的上海中心互补、协同, 形成了覆盖全国的航线网络体系。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为1.22元、1.46元、1.71元, 对应PE分别为19倍、16倍、13倍, 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价28元。
- 风险提示:** 汇率、油价或大幅波动导致成本提升, 政治事件敏感度造成的市场需求低迷或将持续。

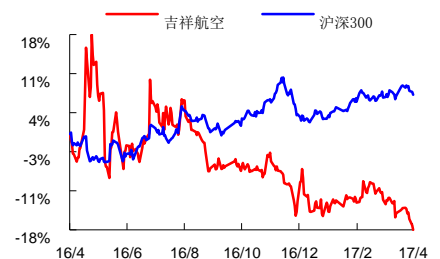
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9928.49	12480.39	15611.72	19452.61
增长率	21.70%	25.70%	25.09%	24.60%
归属母公司净利润(百万元)	1249.07	1569.20	1867.70	2201.20
增长率	19.27%	25.63%	19.02%	17.86%
每股收益EPS(元)	0.97	1.22	1.46	1.71
净资产收益率ROE	16.16%	16.87%	16.72%	16.46%
PE	23	19	16	13
PB	3.76	3.12	2.60	2.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 罗月江
执业证号: S1250517010001
电话: 021-68413373
邮箱: lyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.84
流通A股(亿股)	2.15
52周内股价区间(元)	22.4-32.54
总市值(亿元)	287.52
总资产(亿元)	173.57
每股净资产(元)	5.94

相关研究

关键假设：

假设 1：公司客运毛利率维持在 20%左右，货运毛利率维持在 24%左右，其他主营业务毛利率维持在 100%，其他业务毛利率维持在 75%左右；

假设 2：公司每年可用座公里数（ASK）保持在 20%左右增速，收入客公里（RPK）保持在 20%左右增速；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
客运	收入	9,650.32	12,062.90	14,958.00	18,398.34
	增速	21.00%	25.00%	24.00%	23.00%
	毛利率	21.35%	22.00%	21.00%	20.00%
货运	收入	165.08	198.10	237.72	285.26
	增速	18.00%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	23.52%	24.00%	24.00%	23.00%
其他主营业务	收入	0.98	0.76	0.60	0.51
	增速	-23.00%	-20.00%	-15.00%	-5.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他业务	收入	112.12	218.63	415.40	768.50
	增速	96.00%	95.00%	90.00%	85.00%
	毛利率	78.28%	78.00%	75.00%	75.00%
合计	收入	9,928.49	12,480.4	15,611.7	19,452.6
	增速	21.70%	25.70%	25.09%	24.60%
	毛利率	22.04%	23.02%	22.49%	22.22%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9928.49	12480.39	15611.72	19452.61	净利润	1249.79	1569.20	1867.70	2201.20
营业成本	7740.36	9607.72	12101.33	15130.44	折旧与摊销	483.56	805.59	805.59	805.59
营业税金及附加	19.34	22.31	28.90	36.62	财务费用	179.84	96.95	95.98	130.10
销售费用	460.83	648.74	786.43	977.49	资产减值损失	-2.18	10.00	10.00	10.00
管理费用	312.08	402.27	496.96	623.11	经营营运资本变动	129.71	-68.10	165.15	216.01
财务费用	179.84	96.95	95.98	130.10	其他	-13.45	-10.50	-10.40	-10.40
资产减值损失	-2.18	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	2027.27	2403.13	2934.02	3352.50
投资收益	-4.55	0.50	0.40	0.40	资本支出	-3071.86	0.00	-618.99	-618.99
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-497.09	371.59	0.40	0.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3568.95	371.59	-618.59	-618.59
营业利润	1213.66	1692.91	2092.52	2545.24	短期借款	-424.02	-2091.50	-670.32	0.00
其他非经营损益	447.02	446.99	447.45	437.44	长期借款	-62.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	1660.69	2139.90	2539.97	2982.69	股权融资	3333.81	0.00	0.00	0.00
所得税	410.90	570.70	672.27	781.48	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1249.79	1569.20	1867.70	2201.20	其他	-738.54	-1123.99	-95.98	-130.10
少数股东损益	0.71	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	2108.48	-3215.49	-766.30	-130.10
归属母公司股东净利润	1249.07	1569.20	1867.70	2201.20	现金流量净额	549.38	-440.77	1549.14	2603.82
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1688.80	1248.04	2797.18	5400.99	成长能力				
应收和预付款项	1543.53	2024.11	2536.23	3130.04	销售收入增长率	21.70%	25.70%	25.09%	24.60%
存货	67.66	83.99	105.78	132.26	营业利润增长率	5.44%	39.49%	23.60%	21.64%
其他流动资产	473.10	128.23	160.40	199.86	净利润增长率	21.57%	25.56%	19.02%	17.86%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.24%	38.27%	15.36%	16.26%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	12818.59	12073.51	11947.42	11821.33	毛利率	22.04%	23.02%	22.49%	22.22%
无形资产和开发支出	23.07	22.61	22.15	21.69	三费率	9.60%	9.20%	8.84%	8.90%
其他非流动资产	742.70	682.65	622.60	562.54	净利率	12.59%	12.57%	11.96%	11.32%
资产总计	17357.46	16263.14	18191.76	21268.72	ROE	16.16%	16.87%	16.72%	16.46%
短期借款	2761.82	670.32	0.00	0.00	ROA	7.20%	9.65%	10.27%	10.35%
应付和预收款项	2122.13	2535.90	3212.04	4020.88	ROIC	9.00%	10.08%	12.55%	15.36%
长期借款	2918.52	2918.52	2918.52	2918.52	EBITDA/销售收入	18.91%	20.80%	19.18%	17.89%
其他负债	1819.90	835.18	890.27	957.19	营运能力				
负债合计	9622.37	6959.91	7020.83	7896.59	总资产周转率	0.65	0.74	0.91	0.99
股本	1283.58	1283.58	1283.58	1283.58	固定资产周转率	1.50	1.67	2.32	3.25
资本公积	3752.72	3752.72	3752.72	3752.72	应收账款周转率	44.39	48.17	46.81	46.82
留存收益	2590.93	4160.13	6027.83	8229.03	存货周转率	138.25	126.71	127.54	127.12
归属母公司股东权益	7628.29	9196.43	11064.13	13265.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.44%	—	—	—
少数股东权益	106.80	106.80	106.80	106.80	资本结构				
股东权益合计	7735.08	9303.23	11170.93	13372.13	资产负债率	55.44%	42.80%	38.59%	37.13%
负债和股东权益合计	17357.46	16263.14	18191.76	21268.72	带息债务/总负债	59.03%	51.56%	41.57%	36.96%
					流动比率	0.62	1.02	1.61	2.04
					速动比率	0.61	0.99	1.58	2.00
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.97	1.22	1.46	1.71
					每股净资产	6.03	7.25	8.70	10.42
					每股经营现金	1.58	1.87	2.29	2.61
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1877.07	2595.44	2994.09	3480.94					
PE	23.26	18.51	15.55	13.20					
PB	3.76	3.12	2.60	2.17					
PS	2.93	2.33	1.86	1.49					
EV/EBITDA	18.07	12.04	9.69	7.59					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn