

吉祥航空 (603885)

证券研究报告

2019年09月25日

回归快车道，吉祥的进击之路

民航仍将处于高景气区间，上海市场有望成为亮点

2020年由于时刻政策执行力度及B737MAX飞机复飞时间点的双重不确定性，供给增速难以具体量化。我们期待控总量调结构政策继续严格贯彻落实压制行业供给增长。需求端，我国民航需求仍将保持在中高速区间。2020年北京一市两场大规模转场将对大航的基本面分析产生扰动，但就行业整体而言，民航仍将处于高景气区间，且如北京市场面对竞争压力，上海市场则有望成为运价表现的亮点，利好以上海为核心基地的吉祥航空。

低成本全服务，战略清晰

吉祥航空是一家以上海为基地的民营航空公司，业务模式为“低成本，全服务”，扩张版图十分清晰，即围绕上海市场拓展业务。上海虹浦两场趋于饱和，公司增量运力逐步外扩，主要投放至南京、贵阳、西安等地。未来公司将切入北京大兴机场，开航初期将使用A320及B787执飞京沪航线。

宽体机引进攻守兼备

关于宽体机的引进及国际长航线的运营，我们的观点可能与市场有所不同。我们认为在竞争激烈的国际长航线市场，我们无法精确的测算出吉祥航空未来国际长航线具体盈利几何，但我们通过分析可以得知引进B787宽体客机是攻守兼备的战略选择。首先，当前存量的宽体客机即便完全执飞国内及周边国际或港澳台航线，对营收的影响至少不会是负面；其次，随着一线机场的需求溢出及公司于一线市场核心公商务航线的时刻结构优化，使用宽体客机执飞核心公商务航线相比于窄体机将愈发具备单班盈利的优势，未来核心航线对于宽体机供给的诉求及吸纳能力会愈发强烈；最后，如果未来公司国际长航线经营得当，将成为增量盈利贡献点，放大公司的利润弹性。攻守兼备，方为王牌。

机队规模仍将持续扩张，发展重回快车道

公司于2019年拟净增9架客机，2020-2021年将分别引进20架客机。预计至2019年底，公司飞机数量将达到99架，2020-2021年机队规模将分别达到119架、139架。在B787引进并投入运营，利用效率不断上升的带动下，公司月度ASK增速已经恢复至20%左右的水平。如公司增量运力如期引进，未来两年公司运力增长或均在20%上下，相比2018年将有显著提升，重回发展的快车道。

盈利预测及投资建议

公司未来两年继续保持较高增速水平，考虑到随着航线网络的丰富，宽体机投放选择更加灵活，且伴随着民航运价市场化政策的不断突破，预计公司单位收益品质将保持稳定，成本端则受益于宽体机利用效率的提升及政策利好而度过阵痛期，后续将持续优化，拉动业绩不断增长。在布油价格60美元/桶的假设基础上，我们预计2019年-2021年公司归母净利润分别为13.7亿、18.0亿、20.7亿，EPS分别为0.70元、0.91元、1.05元。维持“买入”评级及目标价16.34元，目标价对应2019-2021年EPS的PE估值分别为23.4X、17.9X、15.5X。

风险提示：宏观经济超预期下滑，油价暴涨，汇率贬值，安全事故

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,411.69	14,366.17	16,955.60	20,381.96	24,471.14
增长率(%)	25.01	15.75	18.02	20.21	20.06
EBITDA(百万元)	2,262.26	2,007.98	2,280.91	3,119.55	3,755.94
净利润(百万元)	1,325.63	1,232.93	1,372.32	1,798.15	2,067.83
增长率(%)	6.13	(6.99)	11.31	31.03	15.00
EPS(元/股)	0.67	0.63	0.70	0.91	1.05
市盈率(P/E)	20.88	22.45	20.17	15.40	13.39
市净率(P/B)	3.20	2.94	2.15	1.88	1.65
市销率(P/S)	2.23	1.93	1.63	1.36	1.13
EV/EBITDA	14.44	13.62	13.37	10.56	8.58

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 买入（维持评级）

当前价格 14.3元

目标价格 16.34元

基本数据

A股总股本(百万股) 1,966.14

流通A股股本(百万股) 1,797.01

A股总市值(百万元) 28,115.86

流通A股市值(百万元) 25,697.29

每股净资产(元) 5.57

资产负债率(%) 56.87

一年内最高/最低(元) 17.80/10.64

作者

姜明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

曾凡喆 分析师
SAC执业证书编号：S1110518110001
zengfanzhe@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《吉祥航空-半年报点评:收益品质稳中有升，二季度成本压力显著缓解》2019-09-01
- 《吉祥航空-季报点评:收益品质有所提升，成本阵痛略有缓解》2019-05-07
- 《吉祥航空-年报点评报告:成本短暂阵痛期，未来扩张提速修复成长性》2019-04-12



内容目录

1. 核心观点.....	4
2. 民航仍将处于高景气区间，上海市场有望成为亮点	5
2.1. 行业规模扩张带来高弹性，多变量扰动难以捉摸.....	5
2.2. 2020 年供需展望及我们如何看待大兴机场对行业产生的影响	7
2.2.1. 供给端主要受政策不确定性影响，持续严控时刻方可带来供给侧逻辑	7
2.2.2. 需求长期空间广，短期或在十月有所复苏.....	9
2.3. 三大航博弈大兴机场，行业仍将处于较高景气区间	10
2.4. 上海市场有望成为未来两年民航市场运价表现的亮点	11
3. 吉祥航空——卓越的民营航司，营收利润持续上行	11
3.1. 历史沿革及股权结构	11
3.2. 营收快速增长，业绩整体呈上升态势	12
4. 独特的业务模式，广阔的进击之路.....	13
4.1. 低成本全服务的业务模式造就领先的盈利能力	13
4.2. 战略清晰，围绕上海开拓业务	15
4.3. 积极引进 B787 宽体客机，进可攻退可守	16
4.3.1. 退可守——哪怕只飞国内线，对营收利润贡献仍偏正向	16
4.3.2. 进可攻——国内国际有望双向开花.....	17
4.3.3. 结论：攻守兼备，方为王牌	18
4.4. 机队规模仍将持续增长，业务量增速回归快车道.....	18
4.5. 与东航交叉持股，求协同发展	19
4.6. 九元航空的低成本模式探索，有望成为另一个增长引擎	19
5. 油价低位，汇率中性，政策利好，业绩预期将持续向好	20
6. 盈利预测及投资建议.....	21
7. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：民航旅客运输量及同比增速	5
图 2：民航旅客周转量及同比增速	5
图 3：民航分类别机场市场份额.....	5
图 4：三大航客公里收益（元）	5
图 5：各公司销售净利润率（%）	6
图 6：2018 年各航空公司机队规模.....	6
图 7：2018 年各航空公司营业收入.....	6
图 8：各航空公司客运收入占营业收入比重.....	7
图 9：历年各航空公司航油成本占营业成本比重	7
图 10：各航空公司 2018 年航油成本绝对额	7
图 11：三大航历年汇兑损益（亿元）	7
图 12：我国民航运输飞机数量及同比增速	8

图 13: 各航季周航班总量及同比增速	8
图 14: 各公司 B737MAX 数量	8
图 15: 2019 年民航运价指数	8
图 16: 我国年度人均乘机次数	9
图 17: 我国居民可支配收入	9
图 18: 我国固定资产投资完成额季度同比	10
图 19: 我国进出口总额	10
图 20: 吉祥航空股权结构	12
图 21: 吉祥航空 ASK 及同比增速	13
图 22: 吉祥航空 RPK 及同比增速	13
图 23: 吉祥航空旅客运输量及同比增速	13
图 24: 吉祥航空客座率及同比变动	13
图 25: 各航司客公里收益 (元)	14
图 26: 各航司座公里成本 (元)	14
图 27: 吉祥航空单季度收益 (营业收入/RPK)	16
图 28: 吉祥航空单季度单位 ASK 非油成本	16
图 29: 2017 年我国前十大国内线及旅客吞吐量	17
图 30: 2019 夏秋季十大航线宽体机占比	17
图 31: 京沪航线单程周班次变动	17
图 32: 京沪航线宽体机占比变动	17
图 33: 吉祥航空月度 ASK 及同比增速	19
图 34: 吉祥航空月度 RPK 及同比增速	19
图 35: 吉祥航空历年航油成本	20
图 36: 布油价格 (美元/桶) 走势	20
图 37: 月度航空煤油出厂价 (元/吨) 走势及预测	20
图 38: 分季度航空煤油出厂价 (元/吨) 走势及预测	20
图 39: 吉祥航空历年汇兑损益	21
图 40: 美元兑人民币中间价走势	21
图 41: 吉祥航空历史 PE 水平	22
图 42: 吉祥航空历史 PB 水平	22
表 1: 大兴机场转场初步方案	10
表 2: 吉祥航空机队结构 (截至 2019 年 8 月)	13
表 3: 低成本航空与全服务航空业务模式差异	14
表 4: 各航司利润率对比	15
表 5: 吉祥航空时刻分布	15
表 6: 吉祥航空转场前后京沪线时刻及机型概况	18
表 7: 吉祥航空机队规划	18
表 8: 吉祥航空盈利预测表	22

1. 核心观点

2020 年由于时刻政策执行力度及 B737MAX 飞机复飞时间点的双重不确定性，供给增速难以具体量化。我们期待控总量调结构政策继续严格贯彻落实压制行业供给增长。需求端，我国民航需求增速仍将保持中高速区间。短期来看，因建国 70 周年大庆在即，部分公商务需求可能于 9 月受种种影响而被压制，10 月国庆结束后有望阶段性释放需求，且去年 11-12 月民航运价及客座率均处于低基数状态，因此四季度民航运价及客座率表现有望好于市场预期。2020 年北京一市两场大规模转场将对大航基本面分析产生扰动，但就行业整体而言，供给至少不会失控，需求平稳增长，民航仍将处于高景气区间，且如北京市场面对竞争压力，上海市场则有望成为运价表现的亮点，利好以上海为核心基地的吉祥航空。

吉祥航空是一家以上海为基地的民营航空公司，业务模式为“低成本，全服务”，收益品质及单位成本介于三大航与春秋之间，不依赖补贴也能做到行业领先的盈利能力。公司的扩张版图十分清晰，即围绕上海市场拓展业务，2019 年夏秋航季起始之时，公司本部（不含九元）于上海两场周度始发航班为 718 个，占公司计划始发航班量的 27.7%。然而，上海浦东、虹桥两机场趋于饱和，过去几年公司增量运力逐步外扩，上海市场占比已经显著下降，增量运力主要投放至南京、贵阳、西安等地。市场扩张的同时公司依然没有改变围绕长三角地区市场的核心战略，此外，未来公司即将切入北京大兴机场，在大兴机场开航初期获得增量时刻，将使用 A320 客机及 B787 客机执飞京沪航线。

关于宽体机的引进及国际长航线的运营，我们的观点可能与市场有所不同。我们认为在竞争激烈的国际长航线市场，我们无法精确的测算出吉祥航空未来国际长航线具体会盈利几何，但我们通过分析可以得知引进 B787 宽体客机是攻守兼备的战略选择。首先，当前存量的宽体客机即便完全执飞国内及周边国际或港澳台航线，对营收的影响至少不会是负面；其次，随着一线机场的需求溢出及公司于一线市场核心公商务航线的时刻结构优化，使用宽体客机执飞核心公商务航线相比于窄体机将愈发具备单班盈利的优势，未来核心航线对于宽体机供给的诉求及吸纳能力会愈发强烈；最后，如果未来公司国际长航线经营得当，将成为增量盈利贡献点，放大公司的利润弹性。攻守兼备，方为王牌。

公司于 2019 年拟净增 9 架客机，2020-2021 年将分别引进 20 架客机。预计至 2019 年底，公司飞机数量将达到 99 架，2020-2021 年机队规模将分别达到 119 架、139 架。在 B787 引进并投入运营，利用效率不断上升的带动下，公司月度 ASK 增速已经恢复至 20%左右的水平。如公司增量运力如期引进，未来两年公司运力增长或均在 20%上下，相比 2018 年将有显著提升，重新回到发展快车道。

吉祥与东航完成股权合作，等同于重塑了上海地区的竞争格局，利于削弱竞争，提振价格，未来双方战略合作将更加深入和全面。从更长远的角度看，吉祥航空在向大型航空公司迈进的过程中势必会遇到各种的挑战，通过与大型航空公司的股权协作汲取经验，对公司的发展前景将十分有利。关于九元航空，我们认为在可预见的将来，我国一线机场时刻增速将依然会慢于二三线城市，整个民航市场仍将逐步下沉。在增量市场中，具备成本优势的低成本航空拥有更大的胜出可能性，因此九元航空有望成为公司成长过程中的另一个引擎。

我们认为随着公司机队的不断引进，B787 宽体机不断投产，公司营收规模将在未来两年继续保持较高增速水平，考虑到随着航线网络的丰富，宽体机投放选择更加灵活，且伴随着民航运价市场化政策的不断突破，预计公司单位收益品质将保持稳定，成本端则受益于宽体机利用效率的提升及政策减负而度过阵痛期，后续将持续优化，拉动业绩不断增长。

在布油价格 60 美元/桶的假设基础上，我们预计 2019 年-2021 年公司营业收入分别为 169.6 亿、203.8 亿、244.7 亿，同比分别增长 18.0%、20.2%、20.1%；归母净利润分别为 13.7 亿、18.0 亿、20.7 亿，EPS 分别为 0.70 元、0.91 元、1.05 元。维持“买入”评级及目

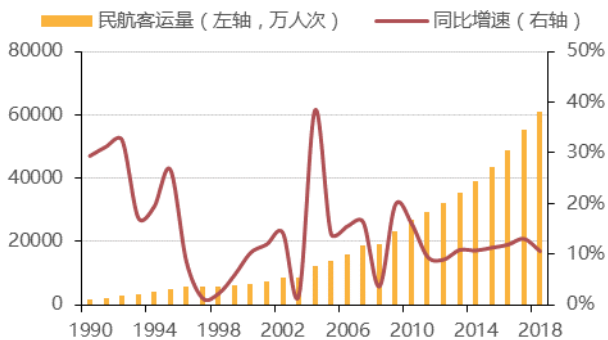
标价 16.34 元，目标价对应 2019-2021 年 EPS 的 PE 估值分别为 23.4X、17.9X、15.5X。

2. 民航仍将处于高景气区间，上海市场有望成为亮点

2.1. 行业规模扩张带来高弹性，多变量扰动难以捉摸

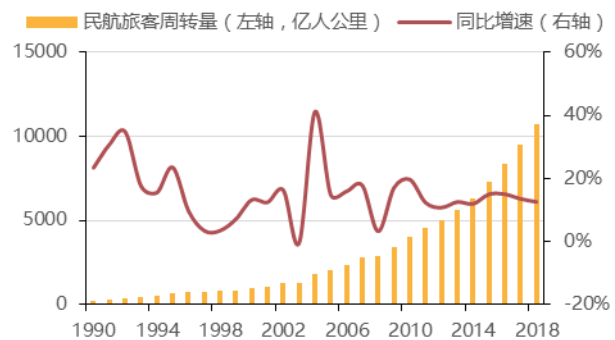
伴随着经济持续增长，居民消费能力不断增强，作为民众出行方式顶峰的我国民航业依旧处于中高速发展期，2010-2018 年全民航旅客运输量从 2.68 亿人次增长至 6.10 亿人次，年化增速 10.84%，旅客周转量从 4039 亿人公里增长至 10712 亿人公里，年化增速 13.0%。

图 1：民航旅客运输量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

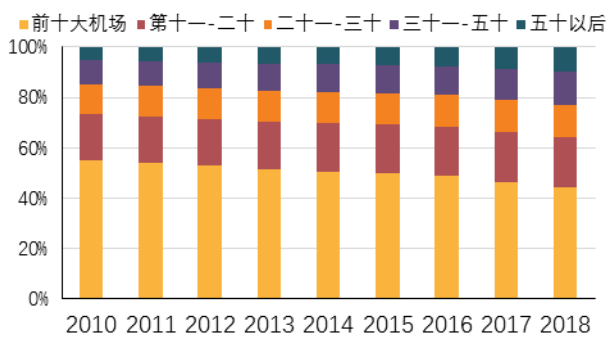
图 2：民航旅客周转量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

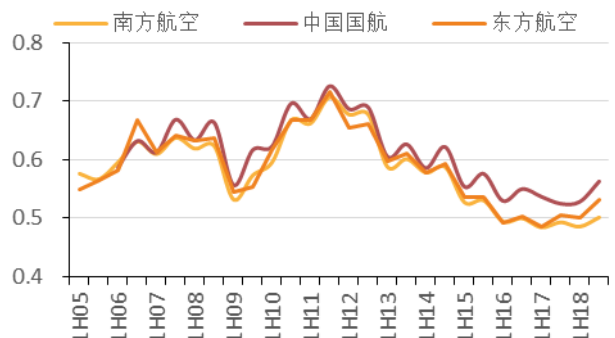
民航提供产品具备较高的同质性，产品的低差异度及近年来不断下降的市场集中度导致市场持续处于高度竞争状态，同时由于近年来一线城市机场时刻资源饱和，增量运力大量投放至低收益的二三线市场，叠加高铁逐步成网造成分流，除 2018 年受时刻收紧政策及票价改革双重刺激外，2011 年后我国民航整体运价仍呈现下跌态势。

图 3：民航分类别机场市场份额



资料来源：Wind，天风证券研究所

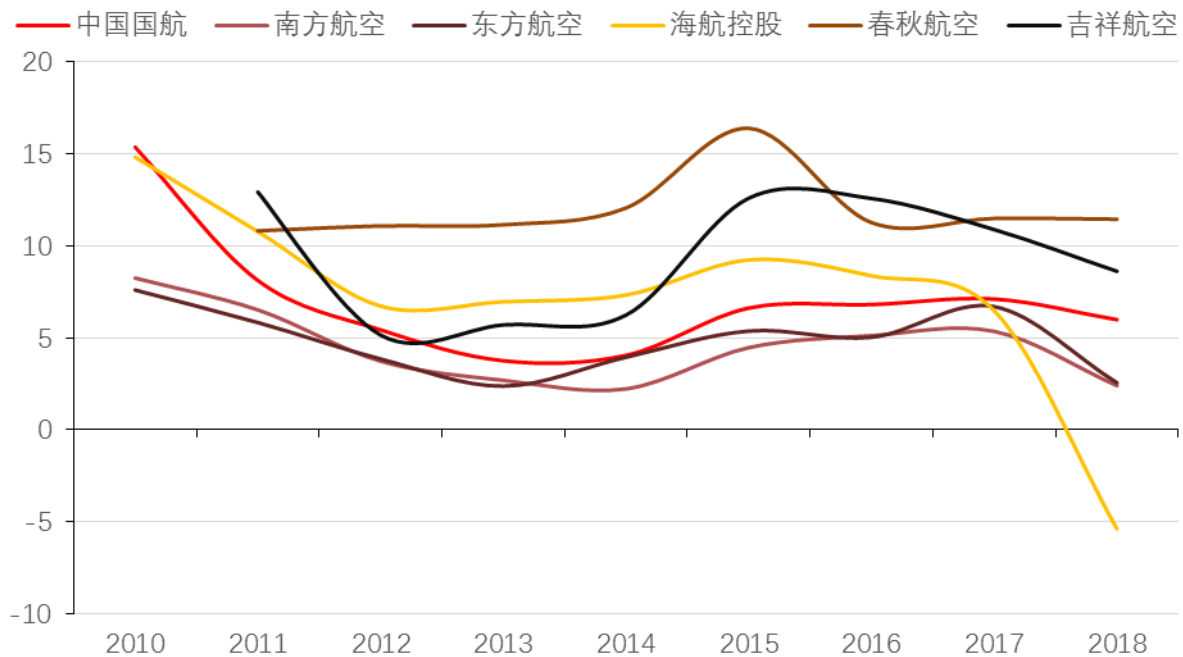
图 4：三大航客公里收益（元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

纵使行业处于中高速发展期，但高度竞争及市场下沉依然导致整个行业处于低利润区间，全行业净利润率长期低于 10%。2018 年三大航整体净利润率平均为 3.65%。海航录得大幅亏损，民营上市航空公司中，春秋航空盈利能力最高，2018 年为 11.46%，吉祥次之，为 8.63%。

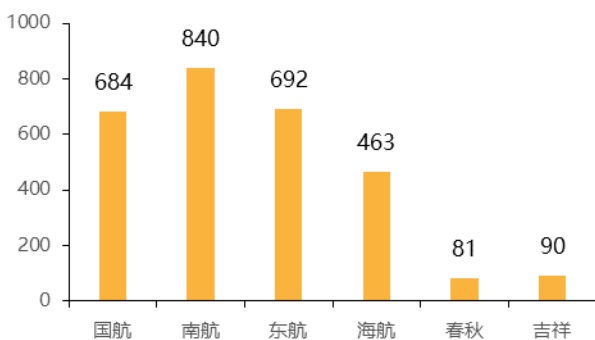
图 5：各公司销售净利润率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

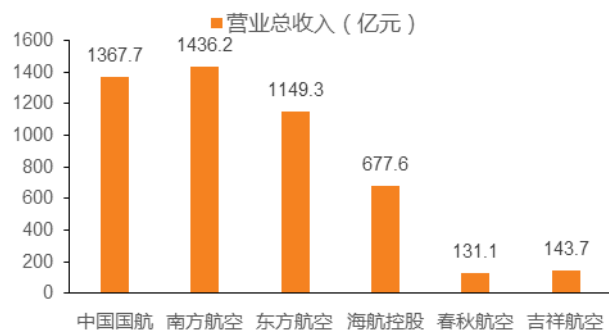
我国民航机队规模已相当庞大，国航、南航、东航、春秋、吉祥 2018 年机队体量分别达到 684 架、840 架、692 架、81 架、90 架。庞大的机队规模带来相当规模的营业收入，2018 年三大航收入规模均为千亿级别，春秋、吉祥也均在百亿元级别，高收入体量伴随低利润率便意味着一旦收入成本端部分变量发生波动，业绩的弹性很大。

图 6：2018 年各航空公司机队规模



资料来源：公司公告，天风证券研究所

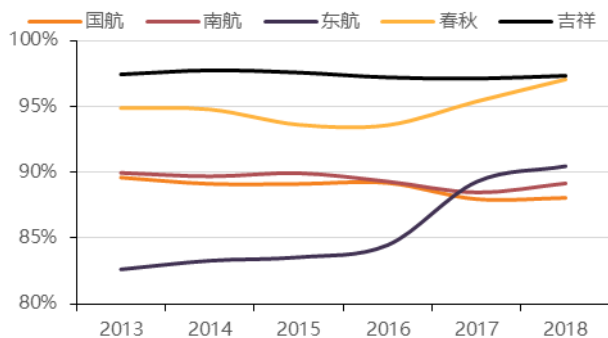
图 7：2018 年各航空公司营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

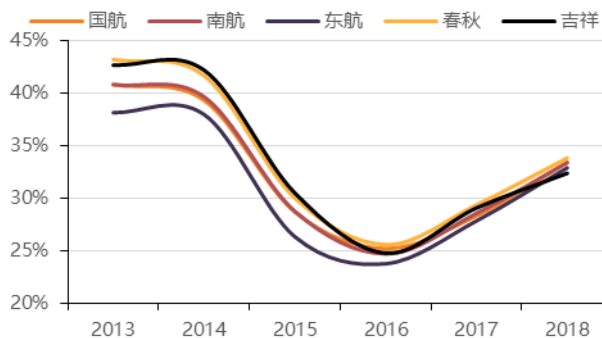
航空公司业绩弹性的核心来源有三点。第一是运价：我国航空公司收入端的核心构成部分为民航客运收入，对大航而言，客运收入占整体营收比重的 90%左右，对于民营航司而言，由于其不运营货机，客运收入占比更高，在 95%以上。因此高收入体量及低利润率导致一旦运价发生波动，航空公司的业绩弹性大。第二个弹性来源为油价：民用航空飞机燃料成本开支庞大，就我国航空公司而言，2018 年航油成本占各航空公司营业成本比重超三成。航油成本直接与国际油价挂钩，滞后国际油价变动约一个月，油价大幅波动导致航空公司成本端波动幅度较大，进而影响业绩。第三个弹性来源为汇率：航空公司大量的账面美元净负债暴露导致汇率波动带来显著汇兑损益，影响财务费用，进而影响业绩，即便是当前汇兑中性的小航空公司，因 2021 年会计准则变更，经营租赁并表后同样有汇兑敞口暴露。

图 8：各航空公司客运收入占营业收入比重



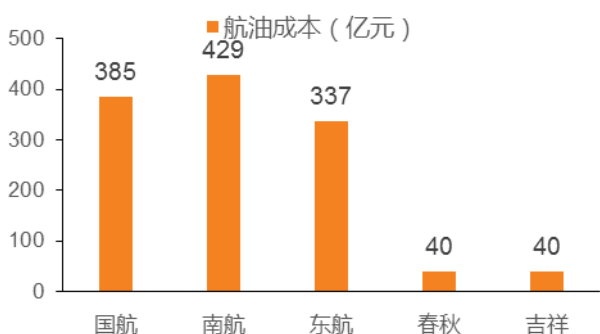
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：历年各航空公司航油成本占营业成本比重



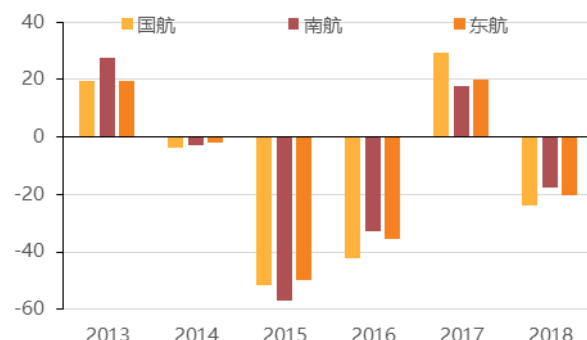
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：各航空公司 2018 年航油成本绝对额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：三大航历年汇兑损益 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

多重弹性互相扰动使得航空股投资难度较大，也使得在市场情绪升温之时股价显著波动，且同时考虑众多剧烈波动的变量使得航空股投资时点不易把握，因此航空股较好的介入时点往往来自于股价低迷，低预期低估值之时，反而是一切明晰的时候，股价已经接近山顶

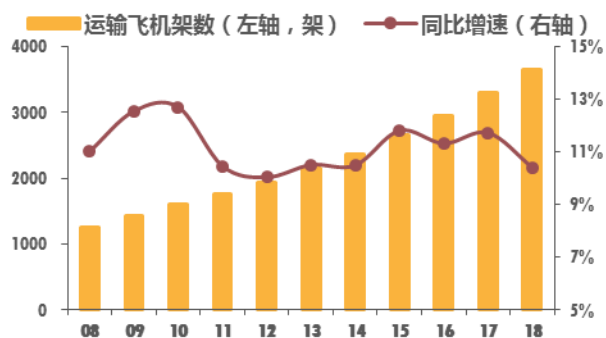
2.2. 2020 年供需展望及我们如何看待大兴机场对行业产生的影响

2.2.1. 供给端主要受政策不确定性影响，持续严控时刻方可带来供给侧逻辑

随着民航业的发展，我国各航司航线网络纵横交织，已经形成了你中有我、我中有你的大格局，因此民航业的分析从来都是自上而下的。航空的分析框架首先依然要研究供需，而需求往往难以量化分析，因此细致的研究民航主要从供给侧入手。

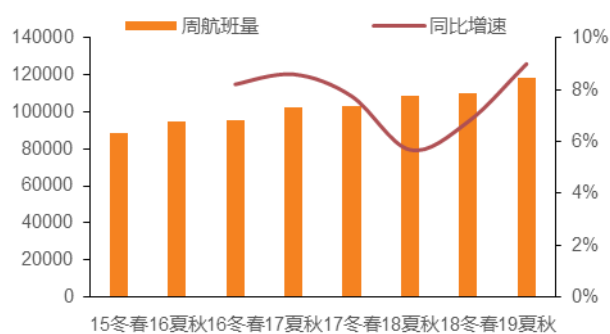
民航供给创造的链条为航空公司购买飞机，选定航线，安排时刻并投放运力，那么分析供给的两大变量即为飞机数量及时刻数量。过去我国民航运输飞机数量每年以 10% 左右的速度增长，而核心机场时刻则由于空域资源及机场地面保障能力限制而有显著放缓，增量时刻主要来自于二三线机场，2016-2018 年整体时刻增速依然在 8% 左右。

图 12：我国民航运输飞机数量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：各航季周航班总量及同比增速

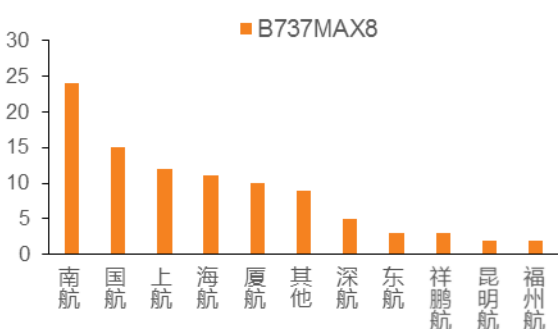


资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

供需决定价格。2017 年 9 月民航出台控总量调结构文件，限制枢纽机场及胡焕庸线东南侧机场时刻增量，2017 冬春航季、2018 夏秋航季民航时刻增量仅为 7.7%、5.7%，2018 年暑运严控加班，供给被严格控制，需求平稳增长，全民航价格显著提升，也在很大程度上印证了供给侧逻辑在政策严格执行且具备连续性的前提下真实有效。

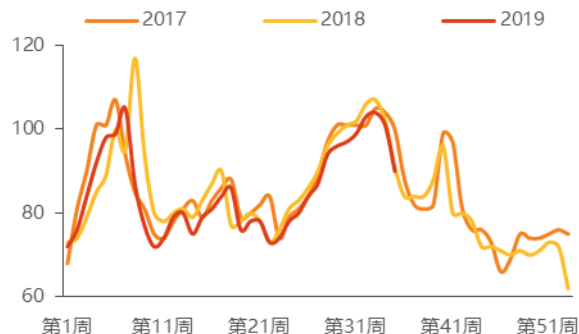
控制繁忙机场时刻实属在民航高速发展与空域不开放矛盾激化下为保障安全准点运营的权衡之举。2019 年春运民航局试点红眼航班运行，夏秋季时刻同比增量达到 9%，时刻控制政策明显松动，也恰因如此，即便是在 B737MAX 全面停飞，全民航超 3% 的存量运力停课及拟新增运力引进受阻的情况下，由于去年同期时刻收紧力度大，飞机存量利用率低，航空公司提高飞机整体运营效率，2019 年 7 月暑运旺季民航航班量同比仍增长 8%。超出预期的运力投放及宏观经济低迷下偏弱的公商务需求导致 2019 年暑运旺季价格同比出现下滑，而市场期待的硬件层面供给缺口在时刻政策松动的夏秋航季并未明显兑现。

图 14：各公司 B737MAX 数量



资料来源：波音官网，天风证券研究所

图 15：2019 年民航运价指数



资料来源：中航信航指数，天风证券研究所

由于民航供给创造链条中，飞机-时刻-ASK 传导路径中，时刻执行率的天花板难以量化，且一旦时刻松动，从目前的结果看，航空公司会倾尽所有创造供给。2019 年 8 月民航局再度出台政策控制时刻总量保障建国 70 周年大庆前民航市场运行的绝对安全和效率，政策的反复摇摆及 2020 年北京市场因大兴机场密集转场时刻逐步放量，市场对供给侧逻辑的认同度已经有所下降。

另一方面，抛开时刻不谈，波音 737MAX 停飞及延迟交付如持续更长时间，由于机队规模的刚性约束，供给增速迟早会逐步走低，只是 B737MAX 飞机停飞及延迟交付并非意味着其永久退出历史舞台，但考虑到波音方面解决该机型存在的一系列问题需要时间，且各国对该机型适航审批重启也需要一定的时间周期，因此硬件层面的供给缺口何时修复也不确定，因此分析后续民航供给具体增速几何的难度较大。

■ 期待冬春季时刻政策的严格执行

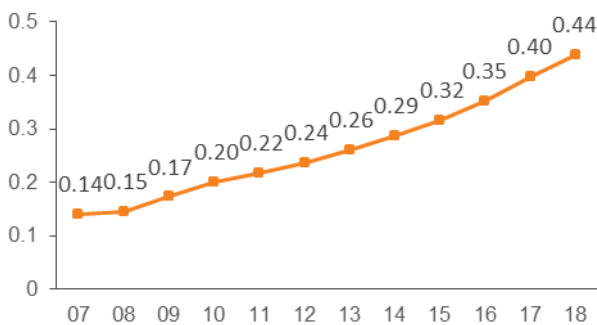
2019 年冬春航季时刻配置政策出台，继续严格控制 22 个航班时刻主协调机场时刻增量，增量控制在 3%以内，时刻辅协调机场及其他千万级机场，时刻增量控制在 5%以内，吞吐量 500 万-1000 万级别机场增量控制在 10%以内，吞吐量 200-500 万级别机场控制在 15%以内，100 万-200 万级别机场控制在 20%以内，100 万以下级别机场每小时时刻容量最大不好过 4 个起降架次、每 15 分钟不超过 1 个架次为标准，仅对 2018 年冬春季放行正常率达到 85%以上、2019 年以来容量标准和航班时刻协调参数进行过调整的机场额外奖励增量时刻 1%，放行正常率不足 70%的机场原则上不增时刻。

由 2018 年暑运和 2019 年暑运的市场表现我们可以大致得出结论，当前我国航空公司创造供给的核心约束仍然是时刻而非飞机。如政策严格执行，我们认为冬春航季时刻增速环比夏秋季将明显下降，从时刻层面持续压制供给，带来运价修复。

2.2.2. 需求长期空间广，短期或在十月有所复苏

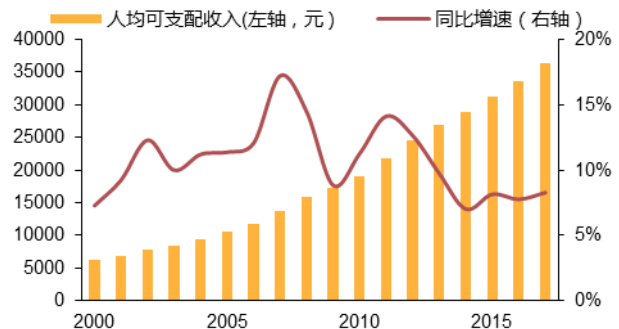
我国民航 2018 年旅客运输量 6.1 亿人次，已经是世界第二民航大国，但人均乘机次数仍不足 0.5 次。随着经济进一步发展，居民消费水平再度提升，不论从居民消费升级出行方式选择多样化的逻辑来讲，还是民航高频数据走势来看，我国民航需求仍正在并将持续处于中高速增长区间。从另一个层面来看，新建及扩建民用机场如火如荼，我国航空公司的运力引进的热情不减，可见民航参与者也对中国民航事业的发展前景有着充分的信心。

图 16：我国年度人均乘机次数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：我国居民可支配收入

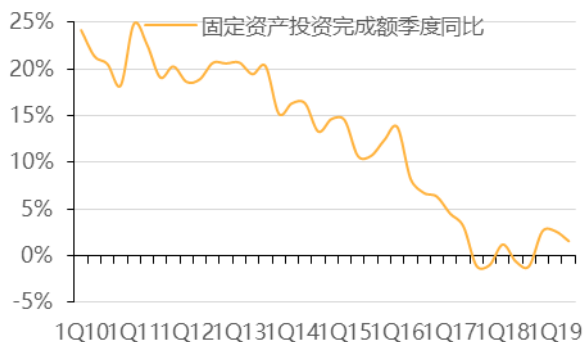


资料来源：Wind，天风证券研究所

从宏观经济来看，我国经济仍处于 L 型探底的进程中，短期经济数据疲弱，固定资产投资额，进出口总额有所放缓，受其影响，公商务旅客贡献疲软，无法形成明显拉动行业运价的向上动能。天风宏观团队认为，在逆周期政策的适度对冲下，经济有望在 3 季度中后期阶段性企稳，部分行业景气度接近触底并有望步入上行期，经济短期很难再向更坏的方向发展，因此在需求景气度或见底复苏。

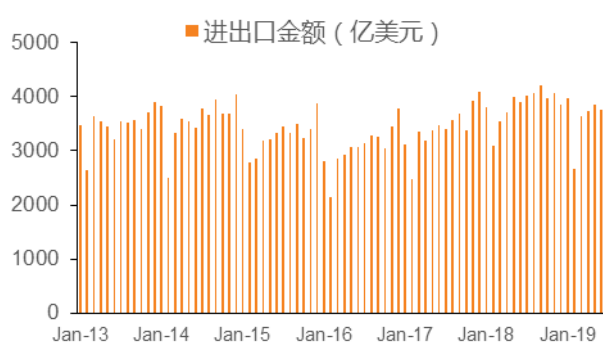
短期来看，因建国 70 周年大庆在即，部分公商务需求可能于 9 月受种种影响而被压制，10 月国庆结束后有望阶段性释放需求，且去年 11-12 月民航运价及客座率均处于低基数状态，因此四季度民航运价及客座率表现有望好于市场预期。

图 18：我国固定资产投资完成额季度同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：我国进出口总额



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 三大航博弈大兴机场，行业仍将处于较高景气区间

2019-2020 年我国民航面临的重大变量即为北京大兴机场开始投入运营。过去一年时间大兴机场转场方案一波三折，目前时刻分配计划已经基本确定。国航系及海航系公司主要保留在北京首都机场运行，同时国航获得大兴机场 10% 的时刻资源；南航系公司全部搬迁至北京大兴机场、东航系公司除京沪线保留在首都机场 T2 运营以外，其余全部搬迁至大兴机场。

表 1：大兴机场转场初步方案

分类	航空公司	W19	S20	W20	S21	W21
南航集团	南航	25	198	262	316	319
	厦航	0	53	58	53	58
	重庆航	0	4	5	4	5
	河北航	30	30	30	30	30
	合计	55	285	355	403	412
东航集团	东航	22	111	142	185	178
	上航	0	0	0	7	10
	中联航	131	134	131	134	131
	合计	153	245	273	326	319
中航集团	国航	22	44	66	88	105
	首都航空	30	30	30	30	30
	吉祥航空	5	3	5	3	5
	外航新增	16	32	48	64	80
	外行转场	6	28	22	28	22
	邮政航空	0	0	0	5	5
	合计	287	667	799	947	978
其他	大兴容量	370	670	810	980	1050
	长龙	不转	4	4	4	4
	东海	不转	2	2	2	2
	川航	不转	31	34	31	34
	祥鹏	不转	2	1	2	1
	金鹏	不转	8	8	8	8
	西藏	不转	2	2	2	2
	顺丰	不转	16	16	16	16

资料来源：民航资源网，天风证券研究所

至 2021 年夏航季，在不考虑北京两机场准点率均达标给予奖励时刻的前提下，北京市场中大兴机场每日将安排 1050 个时刻，首都机场将减少至 1350 个时刻，总时刻量达到 2400 个，相比于 2019 年夏秋季增长 26%，绝对增量占我国民用机场 2019 年夏秋季时刻总量的 1.64%。1.64% 的绝对增量对全局的影响看似不大，但考虑由于北京一市两场运行初期以首都机场航班平移至大兴机场为主，涉及到存量高收益市场利益再分配问题，因此市场格局改变将导致民航核心市场基本面或有显著变化。

第二，由于我们很难在全球范围内找到在一个成熟且需求被严重压制的民航市场中增开一个同规格但距离市区更远的机场之先例，且由于全球范围各成熟一市多场成型的时间较早，相关价格数据极难获取，因此无法对各航空公司运价走势变动有明确的量化分析。市场目前主流观点认为由于新机场距离市区较远且北京核心商务人士聚集于中心城区及东部使馆区、北部的高教园区，且新机场投入初期配套交通设施可能尚未完善，同时东航旗下中联航作为低成本航空切入市场与全服务航空共同开展业务，可能导致东航、南航需要以低价格吸引旅客乘机进一步造成收益品质下降。而我们认为商务旅客中东南航客户有可能“用脚投票”选择转乘国航航班出行，国航客户也有可能价格的诱惑下转投东南航的怀抱。对于整个民航的大网络而言，民航近年来的市场结构下沉拉低整体运价，而增投一线城市运力对整个民航大环境来说未尝不是一件好事，因此我们无法判断各航空公司各自的运价趋势具体如何。

第三，大兴机场一市两场转场政策在一年多的时间内屡次变动，从起初的设定四年过渡期，到目前的两年过渡期，从东航全部搬迁至大型机场到保留京沪线在首都机场运营，国航从在大兴机场不获取时刻资源到获取 10% 的时刻资源。政策后续演变的不确定性也导致北京一市两场运行的推演存在较大难度。

综上所述，2020 年民航供给由于供给侧政策及 B737MAX 复飞的双重不确定性难以量化，但即便放开，无非是回到 2019 年初 B737MAX 停飞之前的状态，至少不会失控；需求端或阶段性企稳复苏，整个民航市场仍将处于景气度较高的区间。

2.4. 上海市场有望成为未来两年民航市场运价表现的亮点

我们前面提到，大兴机场的投产将对北京市场的竞争格局产生重大影响，各航空公司于北京市场确实可能有竞争加剧的风险，因此我们认为上海市场有望成为明年民航市场运价表现的亮点。首先如果东航在北京市场面临明显竞争，则上海地区保收益很可能成为未来两年的策略，同时其与吉祥的交叉持股或进一步削弱竞争，春秋航空与前述两者错位竞争，竞争激化的可能性低。三者占上海两机场时刻资源的 58.9%，占主要执飞国内航班的虹桥机场时刻资源的 68.9%，因此我们认为 2020 年民航市场运价的亮点很可能在上海市场，两大民营航空也有望有所获益。

3. 吉祥航空——卓越的民营航司，营收利润持续上行

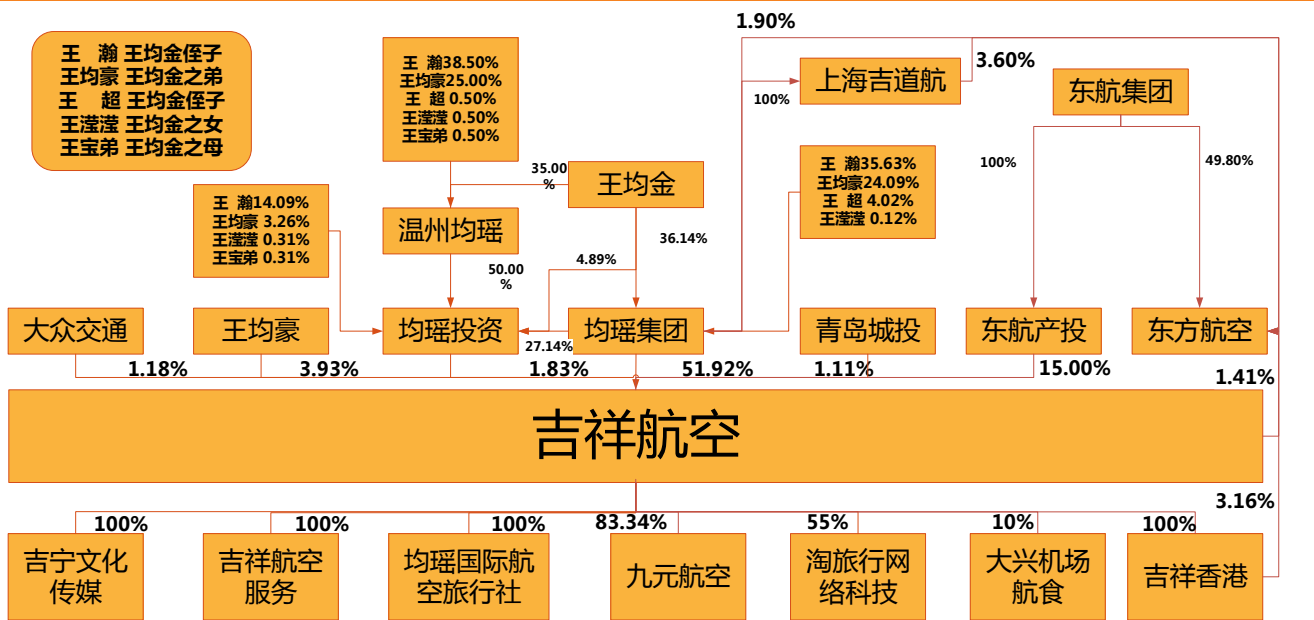
3.1. 历史沿革及股权结构

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。

公司大股东为均瑶集团，而均瑶集团由创始人王均瑶先生于 1995 年创始成立。王均瑶先生于 2004 年英年早逝，其子王瀚先生继承其持有的均瑶集团 35.63% 的股权，此外，王均瑶之弟王均金先生及王均豪先生、其侄子、侄女王超、王滢滢分别各持有均瑶集团 36.14%、24.09%、4.02%、0.12% 的股权。目前均瑶集团对吉祥航空的持股比例为 51.92%，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先生。2019 年东航与吉祥航空完成交叉持股，目前东航集团全资子公司东航产投持有公司 15% 的股权。

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 83.34% 的股权，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。在与东航完成交叉持股后，吉祥航空还拥有东方航空 1.41% 股权，并通过全资子公司吉祥香港持有东方航空 3.16% 股权。

图 20：吉祥航空股权结构



资料来源：公司公告，天眼查，天风证券研究所

3.2. 营收快速增长，业绩整体呈上升态势

成立之初公司仅有三架飞机，经过十余年时间的的发展，截至 2019 年 8 月公司已经运营 91 架客机，其中 A320 机型客机 68 架，B737 机型客机 18 架，B787 机型客机 5 架。从运力运量来看，公司 ASK 从 2012 年的 95.94 亿提高至 2018 年的 348.12 亿，年度复合增速达到 23.9%。伴随着运力的不断增长，公司运输量也同步上行，2018 年公司旅客运输量 1679.8 万人次，RPK300.21 亿。

客座率方面，公司客座率持续维持在 80% 以上，2017 年达到顶峰，为 86.9%，2018 年略有下降，为 86.2%，降幅为 0.7pct，2019 年前 8 个月，由于公司国际线扩张迅猛，公司客座率同比小幅下滑 0.8pct，为 86.0%。

表 2: 吉祥航空机队结构 (截至 2019 年 8 月)

	自购	融资租赁	经营租赁	合计
A320 系列客机	18	6	44	68
B737 客机	1	2	15	18
B787 客机	4	1	0	5
合计	23	9	59	91

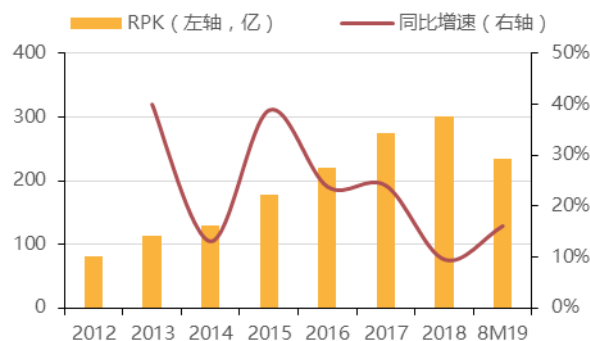
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 21: 吉祥航空 ASK 及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: 吉祥航空 RPK 及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 吉祥航空旅客运输量及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: 吉祥航空客座率及同比变动



资料来源: Wind, 天风证券研究所

运价方面, 过去几年公司运价先降后升, 2018 年受益于民航整体严控时刻, 票价改革的共同刺激, 公司客公里收益 0.4657 元, 同比提高 5.9%。得益于业务量的快速上行和运价的基本稳定, 公司收入持续攀升, 2018 年为 143.66 亿元, 同比增长 15.7%。业绩方面, 公司 2018 年因油价大幅上涨侵蚀业绩及四季度成本水平的异常抬升, 业绩同比小幅下降, 为 12.3 亿, 降幅为 7%。

4. 独特的业务模式, 广阔的进击之路

4.1. 低成本全服务的业务模式造就领先的盈利能力

不熟悉各航空公司业务模式的投资者很可能将吉祥航空归类为低成本航空公司, 但我们必须强调吉祥航空本质上是一家全服务航空公司, 其在提供机上服务的同时尽可能的压低成本, 明确提供高性价比的服务。此外, 吉祥航空旗下九元航空探索低成本航空发展模式,

目前已经具备 18 架飞机的规模。

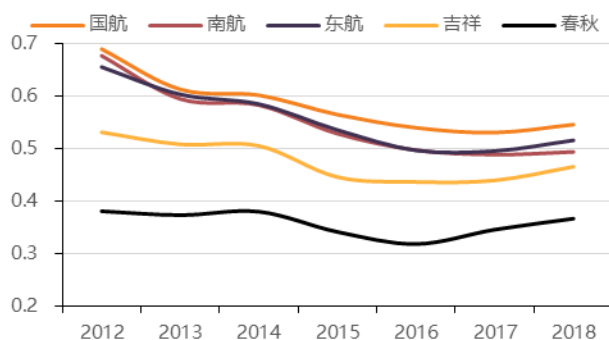
表 3：低成本航空与全服务航空业务模式差异

	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、快速登机等）	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：春秋航空招股说明书，天风证券研究所

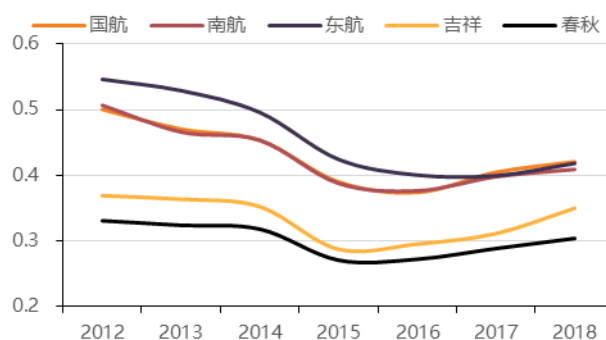
数据上看，公司的运价水平低于三大航，但高于春秋。2018 年客公里收益 0.4657 元，低于三大航平均值约 10.2%，但高于春秋航空 0.3670 元的客公里收益水平。成本方面，公司 2018 年座公里成本 0.3499 元，低于三大航的平均值 15.9%，但高于春秋 0.3040 元的座公里成本水平。与三大航相同的全服务模式及精细化的低成本管理造就了公司在业内较高的盈利水平，2018 年公司毛利润率达到 15.02%，仅低于国航的 15.82%，远高于其他公司，因此即便不依赖补贴，公司净利润率也达到 8.62%，仅低于春秋的 11.46% 的净利率水平。

图 25：各航司客公里收益（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：各航司座公里成本（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：各航司利润率对比

毛利润率 (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国国航	19.10	15.35	16.20	23.17	23.48	17.36	15.82
南方航空	15.32	11.28	12.15	18.02	16.06	12.39	10.45
东方航空	12.70	8.72	11.26	17.79	16.21	11.24	10.90
吉祥航空	19.74	16.46	18.69	25.98	22.04	20.57	15.02
春秋航空	12.68	12.97	14.78	20.11	12.80	12.14	9.68
净利润率 (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国国航	5.44	3.76	4.05	6.63	6.81	7.12	6.00
南方航空	3.74	2.70	2.23	4.47	5.13	5.36	2.41
东方航空	3.86	2.38	3.95	5.38	5.04	6.70	2.56
吉祥航空	5.16	5.71	6.24	12.60	12.59	10.89	8.63
春秋航空	11.09	11.16	12.07	16.41	11.28	11.50	11.46

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 战略清晰，围绕上海开拓业务

公司的扩张版图十分清晰，即围绕上海市场拓展业务，2019 年夏秋航季起始之时，公司本部（不含九元）于上海两场周度始发航班为 718 个，占公司计划始发航班量的 27.7%。然而，上海浦东、虹桥两机场早已饱和，过去几年公司增量运力逐步外扩，上海市场占比已经显著下降。2015 年冬春季上海地区始发航班量占比达到 43%，明显高于当前水平。公司增量运力主要投放至南京、贵阳、西安等地，其中南京市场拓展迅猛，目前公司于南京市场时刻份额已经达到 10.6%，作为一家民营航空公司已难能可贵。

表 5：吉祥航空时刻分布

机场	2015 冬春	2016 夏秋	2016 冬春	2017 夏秋	2017 冬春	2018 夏秋	2018 冬春	2019 夏秋
上海/浦东	448	412	461	462	475	478	477	486
上海/虹桥	245	232	245	232	245	232	245	232
南京/禄口	14	77	77	141	168	198	196	224
西安/咸阳	49	56	63	70	74	70	77	81
贵阳/龙洞堡	56	64	70	70	70	73	70	80
惠州/平潭	14	14	14	27	42	56	49	77
青岛/流亭	28	35	42	49	52	62	55	62
哈尔滨/太平	35	35	49	49	63	49	70	53
昆明/长水	39	46	50	50	50	50	50	50
长沙/黄花	42	42	42	42	42	42	42	49
其他	642	668	709	758	900	1030	993	1195
合计	1612	1681	1822	1950	2181	2340	2324	2589

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司前十大市场占比已经从 2015 年冬春季的 65% 下降至 2019 年夏秋季的 53.8%，也在一定程度上说明一线机场的时刻紧张现象严重。不过公司也在积极扩张业务版图，市场逐步下沉至二线城市。市场扩张的同时公司依然没有改变围绕长三角地区市场的战略，且未来公司即将切入北京大兴机场，在大兴机场开航初期获得增量时刻，使用 A320 客机及 B787 客机执飞京沪航线。

4.3. 积极引进 B787 宽体客机，进可攻退可守

随着公司业务体量的扩张，公司引进 B787 宽体客机进军洲际市场。2017 年 1 月公司发布公告，拟引进 B787-9 宽体客机。2018 年 10 月公司第一架宽体客机交付，截至 2019 年 8 月，吉祥航空在运营的 B787 客机已经达到 5 架，尚有 5 架待交付。

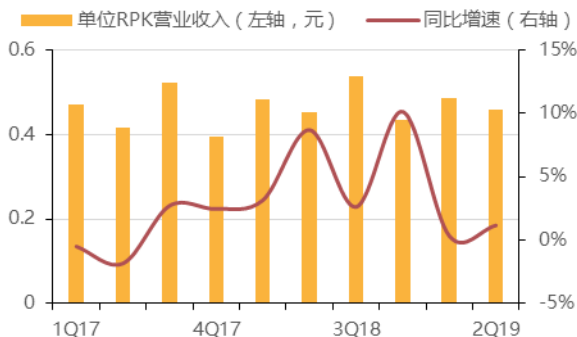
4.3.1. 退可守——哪怕只飞国内线，对营收利润贡献仍偏正向

由于 B787-9 机型客机拥有 324 个座位，远高于 A321 机型的 198 或 190 个座位，更是 A320 机型 158 个座位的二倍以上。由于具备更高的座位数量，单架次宽体机飞行将实现更高的收入，同时却由于飞机重量、购买成本、耗油量的问题，单架次飞行成本同样明显高于窄体机。市场过去一年时间一直纠结于吉祥航空开辟远程航线是否会实现盈利，尤其执着于想清晰的通过计算拟合出国际航线的具体盈利情况。我们与市场不同的一个观点是，不论国际线最后运营情况如何，B787 的引进对吉祥航空而言是实现进可攻退可守的一手好牌。

退可守：从收益品质来看，自 2018 年四季度开始至 2019 年二季度，公司已经运营了三个季度的宽体客机，截至 2019 年二季度，公司存量宽体客机数量为 4 架。考虑到吉祥航空远程国际线——上海至赫尔辛基航线于 6 月底方才开航，因此这三个季度宽体机主要执飞国内航线中上海始发的公商务干线如上海-深圳、上海-成都、上海-西安航线。从运价来看，上半年整个行业运价有所下跌，民航局新闻发布会提及全民航座公里收益下降 2.5%。反观吉祥，上半年客公里收益 0.47 元，相比去年同期的 0.46 元有所提升，明显高于行业平均水平。这说明了即便宽体机置换窄体机执飞国内商务干线会造成运力外溢至较低收益的市场中，但由于宽体机的座位数量优势带来核心收益市场的量价双升，足以拉动整个公司的收益品质稳中有升。

从成本端来看，上述三个季度中，除了 2018 年四季度公司因 B787 飞机引进初期利用率低下，公司单位非油成本明显上升外，2019 年前两个季度，随着 B787 飞机利用率逐步恢复至 10 小时以上，公司单位非油成本升幅呈现逐步下降态势，其中二季度仅同比增长 2.2%。这说明即便主要执飞国内短途航线，B787 飞机的单位非油成本水平也并没有大幅超越窄体机，这也意味着在当前的宽体机队体量下，公司的宽体机引进哪怕只执飞国内线及国际近程航线，对营收的贡献是显著正向，对利润的贡献也至少是基本持平的。此所谓退可守。

图 27：吉祥航空单季度收益（营业收入/RPK）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：吉祥航空单季度单位 ASK 非油成本

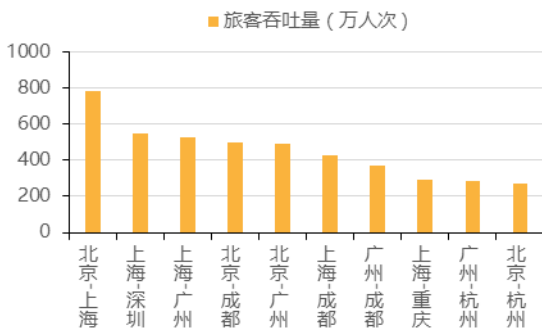


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3.2. 进可攻——国内国际有望双向开花

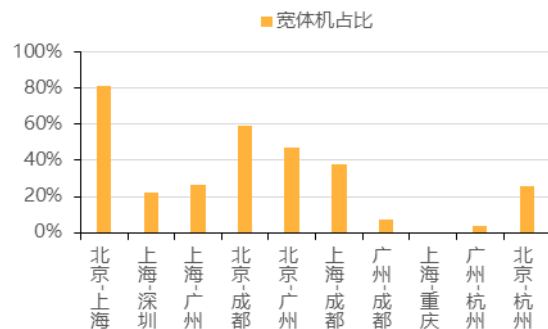
国内商务线，时刻紧张导致宽体置换是必由之路：由于我国空域资源紧张，一线机场时刻难以大幅放量。面对日益增长的旅客需求，即便单座成本更高，航空公司在公商务客贡献高收益的刺激下仍然大量选用宽体机执飞国内公商务航线。2017 年我国国内线吞吐量排名前十的航线中，2019 年夏秋季正班时刻表显示，京沪、京蓉、京广、沪蓉、京杭、上广、上深航线宽体机比例占比较高，均超过 20%，其中京沪航线长度虽然仅略超 1000 公里，但采用宽体机执飞的航班比例高达 81.3%。

图 29：2017 年我国前十大国内线及旅客吞吐量



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：2019 夏秋季十大航线宽体机占比

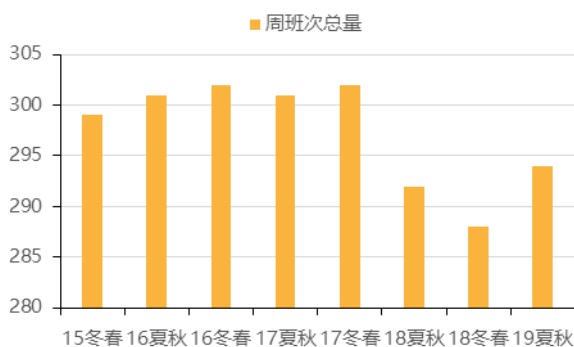


资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

注：测算过程中北京只考虑首都机场，上海只考虑虹桥机场

枢纽机场航班尤其是公商务干线及热门旅游航线才是航空公司的核心盈利贡献点，2015 年冬春季-2019 年夏秋季，京沪线周班次（单向）几乎没有变化，而宽体机投放比例则由 67.2%提高至 81.3%。由此可见，在一线机场时刻在可预期的将来仍将整体偏紧的情形下，投放更多宽体机是航空公司提高收益能力的一条必由之路。

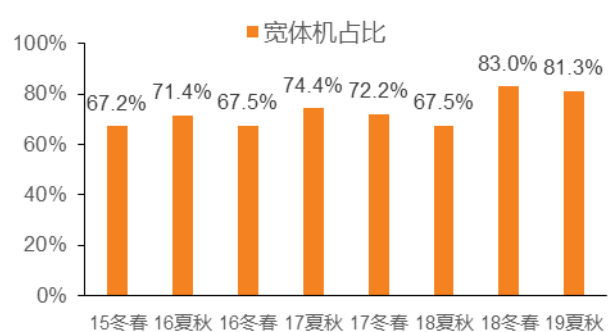
图 31：京沪航线单程周班次变动



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

注：测算过程中北京只考虑首都机场，上海只考虑虹桥机场

图 32：京沪航线宽体机占比变动



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

注：测算过程中北京只考虑首都机场，上海只考虑虹桥机场

以京沪线为例，目前吉祥航空在首都机场每天安排京沪线一对往返航班，由 A321 机型执飞，但由于每日航班中时刻时间在所有京沪线航班中最早，6:30 从北京首都机场起飞，返程航班几乎是最晚，晚上 21:30 从上海虹桥机场起飞，因此票价水平并不算高。在 2019 冬春换季后，吉祥航空转场大兴机场，获得每日两对半时刻，其中周一、四、五、日有三班往返，其中有两班为宽体机执行；周二、三、六两班往返，均为宽体机执行。考虑京沪线航班时刻显著优化至上午、下午及晚班黄金时刻，预计吉祥航空京沪线未来票价将高于当前水平，以宽体客机执飞将持续向上拉动运价水平。

表 6：吉祥航空转场前后京沪线时刻及机型概况

时间	周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
转场前：北京-上海：A321	6:30	6:30	6:30	6:30	6:30	6:30	6:30
转场前：上海-北京：A321	21:30	21:30	21:30	21:30	21:30	21:30	21:30
转场后：北京-上海：A320	11:45			11:45	11:45		11:45
转场后：北京-上海：B787	14:25	14:25	14:25	14:25	14:25	14:25	14:25
转场后：北京-上海：B787	19:25	19:25	19:25	19:25	19:25	19:25	19:25
转场后：上海-北京：A320	7:50			7:50	7:50		7:50
转场后：上海-北京：B787	10:55	10:55	10:55	10:55	10:55	10:55	10:55
转场后：上海-北京：B787	15:30	15:30	15:30	15:30	15:30	15:30	15:30

资料来源：携程网，天风证券研究所

此外，从目前的航班安排来看，换季前沪广航线始发航班为早 6:50 从白云机场出发飞往虹桥机场，晚上 21:35 从虹桥机场出发飞往白云机场，换季后优化至 17:40 从虹桥机场出发，21:30 从白云机场返程，预计同样将对票价产生正向刺激。

国际长航线不乏机会，运营得当将贡献显著收益：2019 年 6 月底公司开辟上海-赫尔辛基洲际航线，未来将持续拓展洲际航线业务，转场大兴机场后，公司也会积极争取新增国际航权时刻，丰富航线网络。未来随着洲际航线的不断拓展，航班时刻衔接的选择讲更多，优化空间也更大，国内-国际的串飞有望进一步提升 B787 宽体机的利用效率，持续摊薄成本，且如洲际航线运营得当，不失为增量的营收贡献点，对公司业绩产生正向刺激。

4.3.3. 结论：攻守兼备，方为王牌

我们认为在竞争激烈的国际长航线市场，我们无法精确的测算出吉祥航空未来国际长航线具体盈利几何，但我们通过分析可以得知引进 B787 宽体客机是攻守兼备的战略选择。首先，当前存量的宽体客机即便完全执飞国内及周边国际或港澳台航线，对营收的影响至少不会是负面；其次，随着一线机场的需求溢出及公司于一线市场核心公商务航线的时刻结构优化，使用宽体客机执飞核心公商务航线相比于窄体机将愈发具备单班盈利的优势，未来核心航线对于宽体机供给的诉求及吸纳能力会愈发强烈；最后，如果未来公司国际长航线经营得当，将成为增量盈利贡献点，放大公司的利润弹性。攻守兼备，方为王牌。

4.4. 机队规模仍将持续增长，业务量增速回归快车道

2018 年公司年报显示，公司于 2019 年将引进 13 架客机，退出 4 架，净增 9 架客机，不考虑退出飞机，2020-2021 年将分别引进 20 架客机。预计至 2019 年底，公司飞机数量将达到 99 架，如不考虑退出飞机并假设当前九元航空暂停引进的 B737MAX 飞机恢复引进，则 2020-2021 年机队规模将分别达到 119 架、139 架。

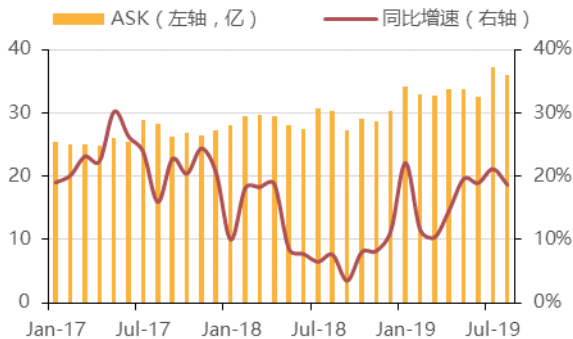
表 7：吉祥航空机队规划

吉祥+九元	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
年初	81	90	99	119
引进	6+3	6+7 (三架 787)	15+5 (四架 787)	14+6
退出	0	4	未公布	未公布
年末	90	99	119	139

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在 B787 引进并投入运营，利用效率不断上升的带动下，公司月度 ASK 增速已经恢复至 20%左右的水平。如公司增量运力如期引进，未来两年公司运力增长或均在 20%上下，相比 2018 年将有显著提升，重回发展的快车道。

图 33：吉祥航空月度 ASK 及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：吉祥航空月度 RPK 及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.5. 与东航交叉持股，求协同发展

民航混改过去主要拘泥于货运，客运混改也仅局限于外航的小规模持股，本次均瑶集团及吉祥航空认购东方航空增发股份开启了民航业内民企持股国企的先河。即便增发后东航集团直接持股东航股份的股权比例考虑到交叉持股的影响并未降至 50%以下，但考虑到东航产投对吉祥航空 15%的持股比例，均瑶集团、上海吉道航、吉祥航空、吉祥香港对东方航空合计 10.07%的持股比例（均不考虑交叉持股抵消），真金白银的交叉持股已经体现了双方合作满满的诚意。

东方航空、吉祥航空均以上海两场为核心基地，根据 2019 年夏秋航季时刻表，东航系航司在浦东机场、虹桥机场的时刻份额分别为 35.5%、50.9%，时刻市占率雄踞第一；吉祥航空分别为 8.9%、8.8%，时刻市占率分列第三、第四位。目前上海两场时刻资源十分紧张，浦东机场、虹桥机场 2019 夏秋航季计划时刻总量同比分别增长 0.7%、0.0%，本次股权层面的深入合作等同于重塑了上海地区的竞争格局，利于削弱竞争，提振价格。未来双方未来的战略合作将更加深入和全面，或在人员培训，机务、维修、飞行员、乘务员培训，全面代码共享等领域有更深层次的进展。从更长远的角度看，吉祥航空作为一家中型航空公司，在向大型航空公司迈进的过程中势必会遇到各种各样的挑战，通过与大型航空公司的股权协作汲取经验，对公司的发展前景将十分有利。

4.6. 九元航空的低成本模式探索，有望成为另一个增长引擎

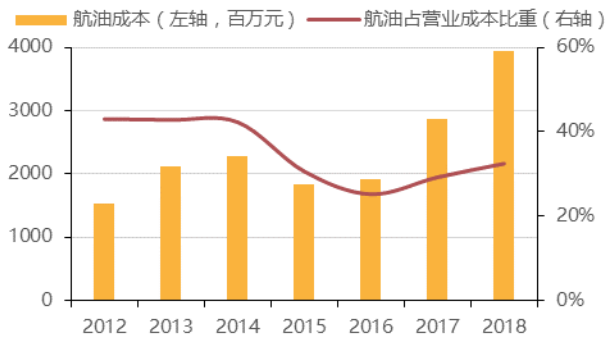
低成本航空经营模式由美国西南航空创立，深刻影响了航空市场格局。进入新世纪，具备“低成本、低票价、高辅收”属性的低成本航空经营模式在全球范围内被广泛学习采纳。我国低成本航空起步较晚，目前主要的低成本航空公司为拥有 88 架客机的春秋航空、东方航空旗下拥有 49 架客机的中联航，以及海航旗下西部航空、祥鹏航空和吉祥航空旗下的九元航空。九元航空于 2014 年 4 月由吉祥航空、亿利资源集团、新华联控股、自然人纪广平共同投资设立，目前吉祥航空持股比例为 83.34%。2014 年 12 月九元航空成功完成首航，并于 2015 年 1 月正式投入商业运营。自成立以来，九元航空快速成长，2019 年上半年经营飞机数量达到 18 架，承运旅客 239.2 万人次，实现营业收入 13.57 亿元，实现净利润 1923 万元。

我们认为在可预见的将来，即便有北京大兴机场的投产，上海浦东卫星厅，白云 T2 航站楼投产带来的时刻逐步放量以及未来成都天府机场的投入运营，我国一线机场时刻增速将依然会慢于二三线城市，整个民航市场仍将逐步下沉。在增量市场中，具备成本优势的低成本航空拥有更大的胜出可能性。九元航空立足广州，运力主要投放于广州、贵阳、南京、温州等地，发展潜力巨大，有望成为公司成长过程中的另一个引擎。

5. 油价低位，汇率中性，政策利好，业绩预期将持续向好

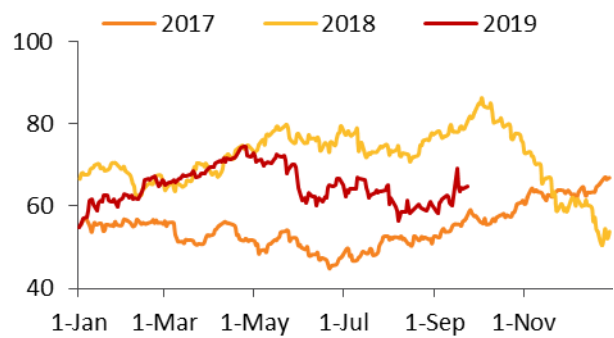
分拆航空公司业绩不可忽视的两个变量为油价和汇率。前期布油价格于 60 美元/桶附近震荡，近期受到沙特产油地遇袭事件影响，油价盘中一度上冲至 70 美元/桶以上，随后震荡下行至 65 美金以下。就吉祥航空而言，2018 年公司航油成本 39.5 亿元，占营业成本的比重为 32.4%。当前油价水平明显低于去年同期水平，我们测算如油价汇率保持在当前水平，则三季度航空煤油出厂价平均为 4884 元/吨，同比下降 10.7%，四季度平均约为 5152 元/吨，同比下降 13.1%，后续航油成本优势渐显，利于业绩修复。

图 35：吉祥航空历年航油成本



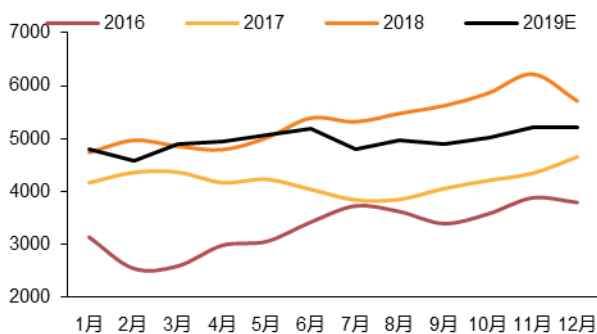
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：布油价格（美元/桶）走势



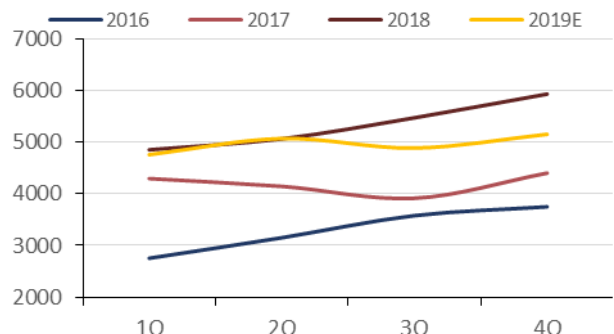
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：月度航空煤油出厂价（元/吨）走势及预测



资料来源：Wind，天风证券研究所

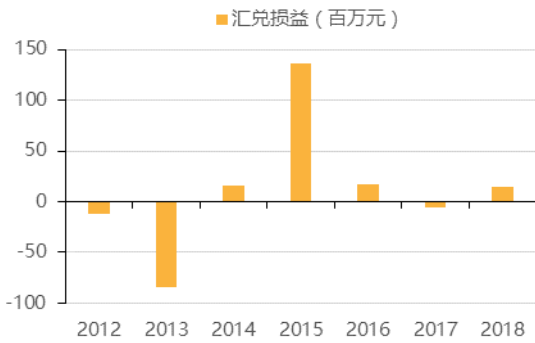
图 38：分季度航空煤油出厂价（元/吨）走势及预测



资料来源：Wind，天风证券研究所

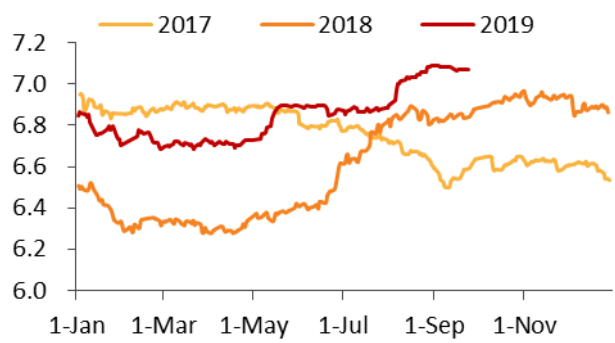
汇率方面，公司过去几年业绩对汇率的敏感性基本呈现中性，且由于不同于境内外同时上市的三大航，公司经营性租赁飞机资产暂未并表，预计汇兑中性将持续至 2020 年末。2021 年起公司经营性租赁同样将进入报表，届时公司也将面临美元净负债暴露。当前人民币贬值破 7，我们甚至可以认为，如果在 2021 年到来之前，人民币贬值风险如已经逐步释放，对于吉祥航空来说是一桩利好。2021 年开始，如按照当前 59 架经营租赁飞机测算，公司汇率敏感性可能接近 1 亿元，即人民币汇率每升值 1%，公司业绩将上升接近 1 亿元。

图 39: 吉祥航空历年汇兑损益



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 40: 美元兑人民币中间价走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

政策方面,收入端,民航票价市场化进程仍将持续,预计公商务干线经济舱运价上限仍将持续向上突破,利好核心航线价格上升,公司也将持续受益。成本端,2018年公司民航发展基金费用约为3.44亿元,预计2019年如政策不改变,民航发展基金成本将达到约4亿元。2019年7月起民航发展基金航空公司端收取费用率减半,预计年化将为公司节约2亿元左右成本。随着公司业务规模扩张,减费政策对公司的成本节约力度会愈发加大,利于公司业绩释放。

我们认为随着公司机队的不断引进,B787宽体机不断投产,公司营收规模将在未来两年继续保持较高增速水平,考虑到随着航线网络的丰富,宽体机投放选择更加灵活,且伴随着民航运价市场化政策的不断突破,预计公司单位收益品质将保持稳定,成本端则受益于宽体机利用效率的提升及政策利好而度过阵痛期,后续将继续优化,拉动业绩持续增长。

6. 盈利预测及投资建议

在布油价格60美元/桶的假设基础上,我们预计2019年-2021年公司营业收入分别为169.6亿、203.8亿、244.7亿,同比分别增长18.0%、20.2%、20.1%,考虑到增发资金到账缓解财务压力,且公司京沪线、沪广线时刻有所优化,相比于前次报告,上调2020-2021年盈利预测,自16.3亿、18.7亿分别上调10.2%、10.5%至18.0亿、20.7亿。预计2019-2021年归母净利润分别为13.7亿、18.0亿、20.7亿,EPS分别为0.70元、0.91元、1.05元。

公司过去三年动态估值水平为21.3倍,PB估值为3.67倍,PE估值水平略高于大航20.2X的平均估值水平,PB估值高于大航1.79倍的估值水平。考虑到相比于大航,公司具备更快的营收增速及相对稳健的盈利增长,PE估值相比大航应有一定溢价,我们认为2020年18倍左右估值相对合理。维持“买入”评级及目标价16.34元,目标价对应2019-2021年EPS的PE估值分别为23.4X、17.9X、15.5X。

表 8：吉祥航空盈利预测表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12412	14366	16956	20382	24471
ASK（百万）	25786	31529	34812	41220	49649
RPK（百万）	22097	27411	30021	35215	42353
客座率	85.7%	86.9%	86.2%	85.4%	85.3%
客公里收益（元）	0.4397	0.4657	0.4684	0.4683	0.4694
客运收入（百万元）	9650.3	12053.3	13981.9	16496.1	19832.0
货邮收入（百万元）	165.1	178.4	215.8	257.4	307.3
其他收入（百万元）	1.0	0.4	0.0	0.0	0.0
其他业务收入（百万元）	112.0	179.5	168.5	202.2	242.6
营业成本（百万元）	9858.8	12208.0	14430.8	17049.3	20495.2
其中航油成本（百万元）	2865.9	3951.3	4822.8	5416.1	6487.9
非油成本（百万元）	6992.9	8256.7	9608.1	11633.2	14007.3
单位 ASK 非油成本（元）	0.2712	0.2619	0.2760	0.2822	0.2821
销售费用（百万元）	532.1	598.3	695.2	845.9	1015.6
销售费用率	4.29%	4.16%	4.10%	4.15%	4.15%
管理费用（百万元）	383.7	422.1	505.3	601.3	721.9
管理费用率	3.09%	2.94%	2.98%	2.95%	2.95%
财务费用（百万元）	268.8	273.0	211.1	237.5	286.4
财务费用率	2.17%	1.90%	1.24%	1.17%	1.17%
利润总额（百万元）	1826.3	1692.5	1839.0	2409.6	2771.0
所得税（百万元）	474.4	452.9	459.7	602.4	692.7
净利润（百万元）	1351.9	1239.6	1379.2	1807.2	2078.2
少数股东损益（百万元）	26.3	6.7	6.9	9.0	10.4
归母净利润（百万元）	1325.6	1232.9	1372.3	1798.1	2067.8
每股收益（元）	0.67	0.63	0.70	0.91	1.05

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：吉祥航空历史 PE 水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：吉祥航空历史 PB 水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

宏观经济超预期下滑：民航景气度与宏观经济强弱高度相关。当前宏观经济表现相对疲弱，如后续宏观经济下滑超预期，将对民航需求产生明显的不利影响，进而拉低票价水平，拖累业绩。

油价暴涨：航空公司最大的成本项为航油成本。如油价大幅上涨，将对航空成本端造成显著压力，拖累业绩水平。

汇率贬值：目前吉祥航空资产负债表美元基本无负债暴露，但 2021 年起经营租赁并表后也不再是汇兑中性，如后续汇率贬值，将对公司业绩产生负面影响。

国际线运营低于预期：吉祥航空引进 B787 开辟国际航线，国际航线竞争相对充分，如运营低于预期，将拖累公司整体的收益品质，进而影响业绩。

安全事故：安全为民航的第一要务，如发生安全事故，将对公司的声誉及后续旅客吸引力产生重大不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,102.97	1,824.58	2,543.34	3,057.29	3,670.67	营业收入	12,411.69	14,366.17	16,955.60	20,381.96	24,471.14
应收票据及应收账款	258.42	376.06	347.84	(139.11)	(167.02)	营业成本	9,858.80	12,208.01	14,430.84	17,049.28	20,495.17
预付账款	247.32	524.94	356.95	621.47	620.24	营业税金及附加	25.90	12.27	15.26	18.34	22.02
存货	89.75	144.21	94.37	199.25	142.42	营业费用	532.05	598.29	695.18	845.85	1,015.55
其他	1,270.29	2,448.09	1,641.05	2,906.42	2,709.82	管理费用	383.73	415.52	505.28	601.27	721.90
流动资产合计	3,968.75	5,317.87	4,983.55	6,645.32	6,976.13	研发费用	0.00	6.61	8.48	20.38	24.47
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	268.77	272.99	206.15	232.53	281.51
固定资产	11,238.61	9,835.22	13,597.90	16,686.97	19,836.55	资产减值损失	3.10	4.43	(1.01)	0.66	(1.30)
在建工程	4,023.38	5,063.75	4,482.24	4,432.57	4,310.30	公允价值变动收益	0.00	1.15	(23.57)	3.93	5.24
无形资产	101.28	110.59	112.95	115.66	118.84	投资净收益	15.11	196.06	15.00	15.00	15.00
其他	900.72	1,127.59	1,144.23	1,128.02	1,127.22	其他	(332.67)	(890.48)	17.15	(37.86)	(40.48)
非流动资产合计	16,263.98	16,137.14	19,337.31	22,363.21	25,392.90	营业利润	1,656.89	1,541.31	1,086.86	1,632.58	1,932.06
资产总计	20,236.91	21,455.05	24,320.91	29,009.95	32,369.53	营业外收入	171.65	152.51	754.00	779.00	841.00
短期借款	2,490.08	4,586.48	3,195.33	5,711.57	5,894.84	营业外支出	2.25	1.31	1.90	2.00	2.10
应付票据及应付账款	1,006.57	1,190.57	1,520.87	1,669.47	2,122.08	利润总额	1,826.29	1,692.51	1,838.96	2,409.58	2,770.96
其他	2,185.79	2,817.80	3,145.11	2,976.34	3,885.81	所得税	474.36	452.92	459.74	602.39	692.74
流动负债合计	5,682.44	8,594.84	7,861.31	10,357.38	11,902.73	净利润	1,351.93	1,239.59	1,379.22	1,807.18	2,078.22
长期借款	4,996.47	2,022.88	2,140.59	2,679.22	2,312.69	少数股东损益	26.30	6.66	6.90	9.04	10.39
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,325.63	1,232.93	1,372.32	1,798.15	2,067.83
其他	774.52	1,236.94	1,235.00	1,082.15	1,184.70	每股收益(元)	0.67	0.63	0.70	0.91	1.05
非流动负债合计	5,770.99	3,259.82	3,375.59	3,761.37	3,497.39						
负债合计	11,453.43	11,854.66	11,236.89	14,118.75	15,400.11						
少数股东权益	133.22	171.42	178.31	187.35	197.74	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,797.01	1,797.01	1,966.14	1,966.14	1,966.14	成长能力					
资本公积	3,242.36	3,208.44	5,148.37	5,148.37	5,148.37	营业收入	25.01%	15.75%	18.02%	20.21%	20.06%
留存收益	6,838.02	7,627.31	10,939.56	12,737.71	14,805.53	营业利润	36.52%	-6.98%	-29.48%	50.21%	18.34%
其他	(3,227.14)	(3,203.80)	(5,148.37)	(5,148.37)	(5,148.37)	归属于母公司净利润	6.13%	-6.99%	11.31%	31.03%	15.00%
股东权益合计	8,783.48	9,600.38	13,084.02	14,891.20	16,969.42	获利能力					
负债和股东权益总计	20,236.91	21,455.05	24,320.91	29,009.95	32,369.53	毛利率	20.57%	15.02%	14.89%	16.35%	16.25%
						净利率	10.68%	8.58%	8.09%	8.82%	8.45%
						ROE	15.32%	13.08%	10.63%	12.23%	12.33%
						ROIC	12.25%	9.60%	6.80%	8.90%	8.32%
						偿债能力					
						资产负债率	56.60%	55.25%	46.20%	48.67%	47.58%
						净负债率	67.91%	60.69%	29.02%	41.70%	32.48%
						流动比率	0.70	0.62	0.63	0.64	0.59
						速动比率	0.68	0.60	0.62	0.62	0.57
						营运能力					
						应收账款周转率	51.47	45.29	46.85	195.30	-159.87
						存货周转率	157.69	122.80	142.13	138.83	143.24
						总资产周转率	0.66	0.69	0.74	0.76	0.80
						每股指标(元)					
						每股收益	0.67	0.63	0.70	0.91	1.05
						每股经营现金流	1.40	0.99	2.16	1.07	2.82
						每股净资产	4.40	4.80	6.56	7.48	8.53
						估值比率					
						市盈率	20.88	22.45	20.17	15.40	13.39
						市净率	3.20	2.94	2.15	1.88	1.65
						EV/EBITDA	14.44	13.62	13.37	10.56	8.58
						EV/EBIT	20.13	20.64	23.59	17.66	14.57

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,351.93	1,239.59	1,372.32	1,798.15	2,067.83
折旧摊销	705.30	767.00	987.90	1,254.44	1,542.38
财务费用	291.15	298.80	206.15	232.53	281.51
投资损失	(15.11)	(196.06)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	680.07	153.40	1,704.87	(1,171.50)	1,654.99
其它	(251.99)	(313.82)	(16.68)	12.96	15.63
经营活动现金流	2,761.35	1,948.91	4,239.56	2,111.59	5,547.33
资本支出	3,009.05	(132.99)	4,173.37	4,449.40	4,470.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(6,218.27)	(4,396.64)	(8,282.67)	(8,740.18)	(9,037.75)
投资活动现金流	(3,209.22)	(4,529.64)	(4,109.30)	(4,290.78)	(4,567.43)
债权融资	8,067.65	7,650.68	6,340.92	9,266.59	9,181.58
股权融资	(251.54)	(317.49)	1,898.27	(232.53)	(281.51)
其他	(6,927.31)	(5,273.94)	(7,650.68)	(6,340.92)	(9,266.59)
筹资活动现金流	888.80	2,059.25	588.51	2,693.15	(366.52)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	440.93	(521.48)	718.76	513.95	613.38

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com