

证券研究报告—深度报告

交通运输

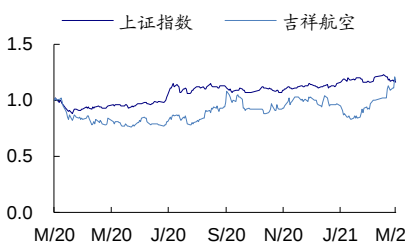
航空机场

吉祥航空 (603885)
买入

合理估值: 18.8 元 昨收盘: 13.76 元 (首次评级)

2021年3月5日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,966/1,797
总市值/流通(百万元)	27,054/24,727
上证综指/深圳成指	3,503/14,416
12个月最高/最低(元)	14.19/8.82

证券分析师: 姜明

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

深度报告

民营航司翘楚，周期探底梦旅生花

● 民航供需反转，景气可期

2020年民航飞机增速仅在1%左右，远低于过去十年10%左右的供给增速中枢，且2021年机队扩张仍有望压缩在5%以内，为民航重回景气创造了条件。需求端，我国重点人群已经全面接种疫苗，疫情再度反复的概率大幅降低。疫苗终将在全球范围内逐步控制疫情，民航有望迎来全球范围的复苏。长周期看，民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线，民航有望迎来周期反转，景气可期。

● 民营航司翘楚，盈利能力较强

吉祥航空是我国民营干线航空公司之一，实现高速扩张。公司立足上海开辟航线，国内线以华东市场为核心，国际线则主要为日本及泰国航线。公司低成本全服务的模式及九元航空的低成本探索使公司收益品质低于大航，高于春秋，成本管控能力同样折中，费用管控良好，利润水平介于大航和春秋航空之间。

● 引入宽体机延续高速发展，与大航股权协作优化竞争格局

公司引入宽体客机开展洲际航线探索，当前行业处于周期底部位置，后续复苏确定性高，宽体机的投入在景气区间有望放大公司的盈利弹性，如国际航线全面复苏且运营得当，公司将进一步提升运营能力、盈利能力、国际知名度及市场影响力。此外，公司与东航股权协作重塑上海乃至华东区域的竞争格局，全方位合作利于公司发展。疫情之下，得益于盈利能力的先发优势及机队调配的灵活性，民营航司率先复苏，市占率明显提升。未来公司将延续高速成长的趋势，伴随着体量不断扩大，未来公司市占率有望进一步提升，在局部市场话语权有望持续增强。

● 投资建议

我们认为疫情冲击终将消退，民航运行终将回归正轨。假设2021年下半年起国际航线逐步恢复，2022年起国内运价明显回升，基于油价55-60美元/桶，美元兑人民币汇率中枢6.4的假设基础，暂不考虑增发，预计公司2020-2022年归母净利润分别为-4.8亿、5.9亿、18.5亿，EPS分别为-0.24元、0.30元、0.94元。公司在疫情前的估值中枢为20X左右，因此给予合理估值18.8元，目标价对应2022年EPS的PE估值为20X。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,366	16,749	10,232	14,875	19,550
(+/-%)	15.7%	16.6%	-38.9%	45.4%	31.4%
净利润(百万元)	1233	994	-481	586	1846
(+/-%)	-7.0%	-19.3%	-148%	222%	215%
摊薄每股收益(元)	0.69	0.51	-0.24	0.30	0.94
EBIT Margin	7.9%	7.3%	-9.6%	4.0%	12.2%
净资产收益率(ROE)	13.1%	7.7%	-3.9%	4.5%	13.0%
市盈率(P/E)	20.1	27.2	-56.2	46.2	14.7
EV/EBITDA	20.2	24.5	-264.4	34.1	15.6
市净率(P/B)	2.62	2.10	2.18	2.09	1.90

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

核心观点	5
民航复苏确定性高，周期反转促成中期景气.....	6
2020 年新冠疫情重击民航经营，民营航司韧性更强.....	6
供给紧张需求有望复苏，民航将迎来中期景气.....	7
当前航空处于周期底部，疫情消退促成中期景气.....	12
吉祥航空——卓越的民营航司，营收利润持续上行	12
历史沿革及股权结构	12
营收快速增长，业绩整体呈上升态势	13
双品牌驱动，吉祥九元持续扩张版图	14
盈利能力业内处于较高水平	16
周期探底，梦旅生花	19
积极引进 B787 宽体客机，攻守兼备	19
携手东航股权战略合作，显著优化华东市场竞争结构.....	20
周期复苏，吉祥航空高速增长	21
盈利预测及投资建议	21
风险提示	22
附表：财务预测与估值.....	23
国信证券投资评级	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	24

图表目录

图 1: 全球新冠肺炎累计确诊数量	6
图 2: 2020 年各航司业绩预告情况	6
图 3: 冬季以来全国新增确诊数量有所反复	6
图 4: 民航月度客运量及同比增速	6
图 5: 民航股价走势	7
图 6: 民营干线航空公司国内线 ASK 同比增速	7
图 7: 民营干线航空公司国内线 RPK 及同比增速	7
图 8: 春秋吉祥 3-4 季度基本实现经营盈利	7
图 9: 民航运输飞机数量	8
图 10: 民航年度利润情况	8
图 11: 各航司机队数量 (架) 走势	9
图 12: 各航司单位入表飞机对应固定资产原值 (百万)	9
图 13: 各航司经营性现金流 (亿)	9
图 14: 2020 年民航逐月引进客机飞机数量 (架)	9
图 15: 全球各国疫苗接种比率 (%)	10
图 16: 以色列新增确诊病例数快速下降	10
图 17: 民航 RPK 及同比增速	11
图 18: 美国民航业客运量	11
图 19: 我国人均乘机次数	11
图 20: 民航有望迎来中期景气	12
图 21: 吉祥航空股权结构	13
图 22: 吉祥航空 ASK 及同比增速	14
图 23: 吉祥航空 RPK 及同比增速	14
图 24: 吉祥航空旅客运输量及同比增速	14
图 25: 吉祥航空客座率及同比变动	14
图 26: 吉祥航空航线网络	16
图 27: 吉祥航空国际地区线周航班量 (2019 冬春)	16
图 28: 九元航空航线网络	16
图 29: 九元航空于各机场周航班量	16
图 30: 各航司客公里收入	17
图 31: 吉祥航空营业收入及同比增速	17
图 32: 吉祥航空营业成本及同比增速	17
图 33: 吉祥航空营业成本结构	17
图 34: 各航司单位 ASK 营业成本 (元)	18
图 35: 各航司单位 ASK 非油成本 (元)	18
图 36: 吉祥航空各项费用率	18
图 37: 吉祥航空费用水平	18
图 38: 各航空公司销售净利率 (%)	19
图 39: 各航司扣汇利润总额/营业收入	19
图 40: 吉祥航空单位 RPK 营业收入	20
图 41: 吉祥航空单位 ASK 营业成本走势	20

图 42: 上海两场及南京机场时刻占有率	21
图 43: 上海虹浦两场周离港航班量	21
图 44: 吉祥航空以旅客运输量计的市场份额	21
图 45: 吉祥航空以旅客周转量计的市场份额	21
图 46: 吉祥航空 PE 估值水平	22
表 1: 各航司 2021 年机队规划	10
表 2: 吉祥航空机队结构	14
表 3: 低成本航空与全服务航空业务模式差异	15
表 4: 吉祥航空时刻分布	15

核心观点

2020 年新冠疫情带来剧烈冲击，各航司显著收紧运力投放，全年飞机增速仅在 1% 左右，远低于过去十年 10% 左右的供给增速中枢，且 2021 年机队扩张仍有望压缩在 5% 以内，为民航重回景气创造了条件。需求端，目前全球各地疫苗逐步接种，部分高接种率国家新发病例数量大幅下降。反观我国，重点人群已经全面接种疫苗，国内疫情全面控制已成定局，春节大考全面胜利，疫情再度反复的概率大幅降低，居民生产生活逐步回归正轨。疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情，沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。长周期看，民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线，一旦国门全面开放，宽体机运力全面被消化，民航有望迎来周期反转，景气可期。

吉祥航空是我国民营干线航空公司之一，成立之初公司仅有三架飞机，经过十余年时间的发展，截至 2020 年底公司已经运营 98 架客机，疫情前保持着接近 20% 的业务量增速，实现高速扩张。公司立足上海开辟航线，国内线以华东市场为核心，国际线则主要为日本及泰国航线。公司低成本全服务的模式及九元航空的低成本探索导致公司的收益品质低于三大航，高于春秋，成本管控能力同样折中，费用管控良好，利润水平介于三大航和春秋航空之间。2019 年归母净利润 9.94 亿，同比下降 19.3%，2020 年亏损可控，利润率指标仍处于行业领先地位。按净利润率计算，2019 年公司销售净利率 6.04%，上市干线航司中仅次于春秋，高于三大航，扣汇利润总额/营业收入指标为 8.3%，同样高于三大航的水平。

公司引入宽体客机开展洲际航线探索，我们通过对历史数据的分析，认为 B787 如只执飞国内线，对公司的收益品质仍有正向贡献。当前行业处于周期底部位置，后续复苏确定性高，宽体机的投入在景气区间有望放大公司的盈利弹性，如国际航线全面复苏且运营得当，公司将进一步提升运营能力、盈利能力、国际知名度及市场影响力。此外，公司与东航股权协作重塑上海乃至华东区域的竞争格局，提振价格，且长期将在人员培训、机务维修等多角度开展全面合作，利于公司发展。疫情之下，得益于盈利能力的先发优势及机队调配的灵活性，民营航司率先复苏，市占率明显提升。未来公司将延续高速成长的趋势，伴随着体量不断扩大，未来公司市占率有望进一步提升，在局部市场话语权有望持续增强。

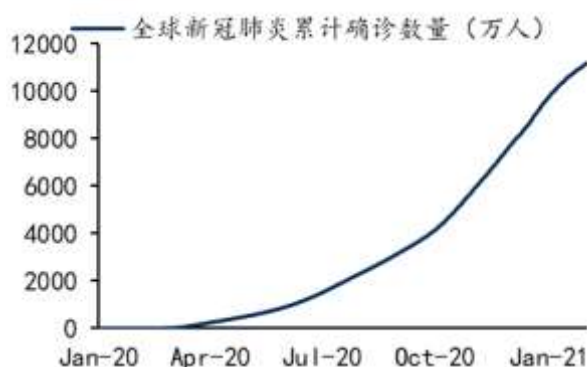
公司业绩预告显示 2020 年公司预计亏损 4.2 亿-4.9 亿，我们认为疫情冲击终将消退，民航运行终将回归正轨。假设 2021 年下半年起国际航线逐步恢复，2022 年起国内运价明显回升，基于油价 55-60 美金/桶，美元兑人民币汇率中枢 6.4 的假设基础，暂不考虑增发，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 -4.8 亿、5.9 亿、18.5 亿，EPS 分别为 -0.24 元、0.30 元、0.94 元。公司在疫情前的估值中枢为 20X 左右，因此给予目标价 18.8 元，目标价对应 2022 年 EPS 的 PE 估值为 20X。

民航复苏确定性高，周期反转促成中期景气

2020 年新冠疫情重击民航经营，民营航司韧性更强

2020 年新冠肺炎席卷全球，至 2021 年 2 月 20 日，全球累计确诊人数已经突破一亿一千万人次。疫情扰动下出行板块大幅受损，民航业首当其冲，全球范围内航空公司受到显著冲击，业绩整体亏损，股价表现低迷。2020 年我国民航业同样损失惨重，业绩预告显示，六大上市干线航司合计亏损约一千亿。

图 1：全球新冠肺炎累计确诊数量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

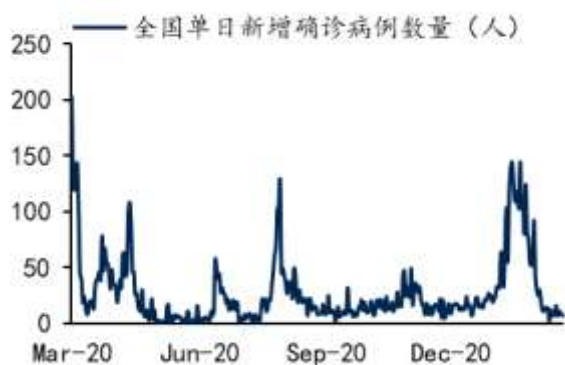
图 2：2020 年各航司业绩预告情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

步入冬季后，境外输入压力加大，全国各地散发疫情，2020 年 11-12 月民航客流再度承压，11 月民航客流同比降幅 16.3%，降幅环比 10 月扩大 4.6pct，12 月降幅进一步扩大至 19.8%。在局地疫情反复，疫苗并未全面接种的现实下，春运防疫压力较大，全国范围倡导就地过年，民航春运蒙上阴霾，1 月客流量相比 2020 年下降四成，春节 7 天旅客发送量 357.4 万人次，比 2019 年同期下降 71.7%。

图 3：冬季以来全国新增确诊数量有所反复



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

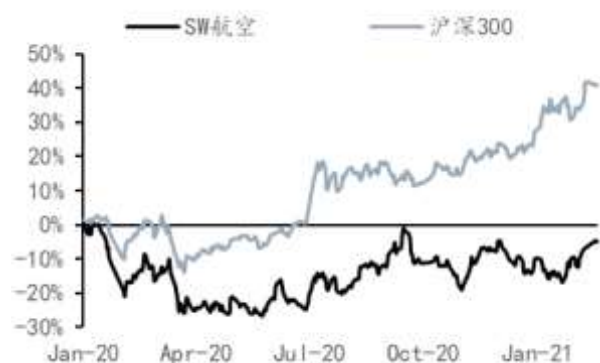
图 4：民航月度客运量及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

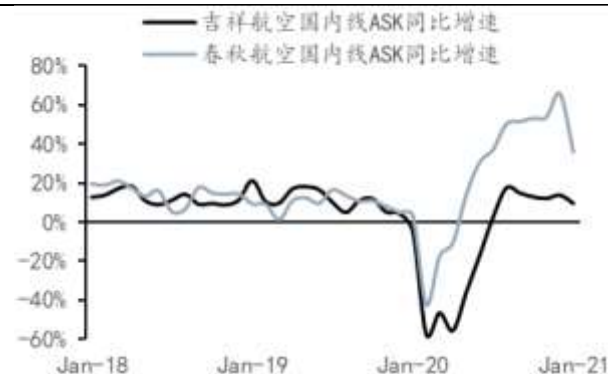
受疫情拖累，2020年初至2021年2月19日申万航空指数累计下跌5.0%，沪深300指数则累计上涨41.1%，航空指数显著跑输大盘。但值得一提的是，在疫情冲击下，民营航司依托其相对精简的机队结构和较强的经营能力，业务量修复迅速。上市干线民营航空公司在国内疫情基本消退后搭乘需求逐步复苏的大势，国内航线运力投放力度明显加大，显著高于2019年同期水平，充分消化了国际航线积压的运力，并且收效显著，春秋、吉祥在三季度均实现经营盈利，吉祥四季度依旧实现盈利。

图 5：民航股价走势



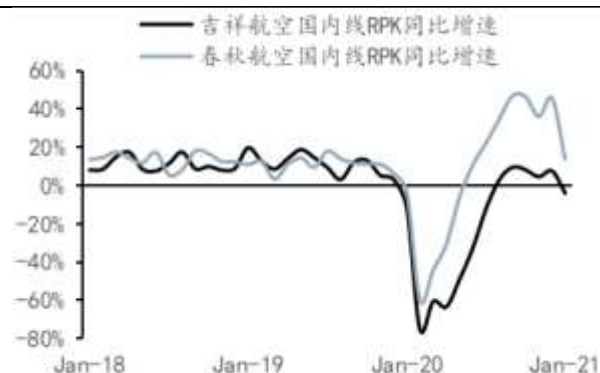
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：民营干线航空公司国内线 ASK 同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：民营干线航空公司国内线 RPK 及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：春秋吉祥 3-4 季度基本实现经营盈利



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新冠疫情对民航的影响仍在持续，但当前是民航景气度的底部区间，综合对供给及分析的研判，伴随着国内外疫苗的有序接种，我们认为民航有望在疫情逐步消退后迎来中期景气，民营航司将率先复苏，率先盈利，并将有望在景气区间中加速成长。

供给紧张需求有望复苏，民航将迎来中期景气

尽管民营航司具备经营效率，运力灵活调度的优势，但在航网纵横交织的干线

航空市场中，其自身的基本面变化无法脱离行业大趋势。对于民航市场而言，2021 年静态看依然是压力较大的一年，但复苏方向已定，疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情，沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020 年我国民航遭受重创，整体亏损，航空公司经营压力巨大的背景下，供给投放相当谨慎，客机数量增速几乎为零，且 2021 年也无力快速扩张机队规模，即便年内 B737MAX 复飞，带来的冲击也相对有限。反观需求，疫情影响毕竟是暂时的，民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线，一旦国门全面开放，宽体机运力全面被消化，民航中期景气可期。

现金流高度紧张，供给扩张阶段性乏力

2008 年金融危机过后，我国航空公司迎来大面积重组，集中度得到全面提升，2009 年-2019 年民航业迎来了连续十一年盈利的黄金发展期，各航空公司通过内生增长，外部融资等手段扩张机队规模，全民航运输飞机数量从 2010 年的 1597 架增长至 2019 年的 3818 架，年化增速 10.2%。

图 9：民航运输飞机数量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

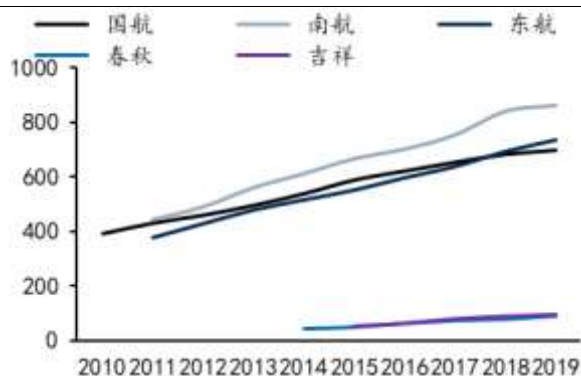
图 10：民航年度利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

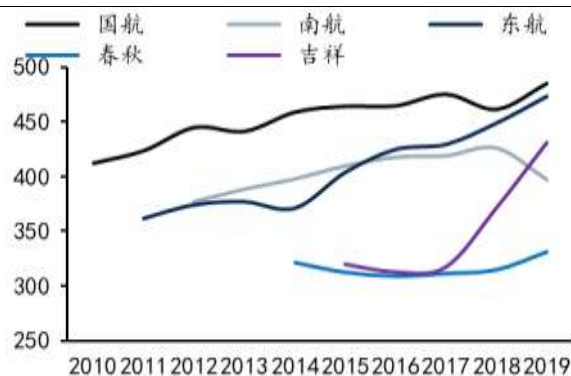
航空公司引进飞机需要消耗大量资金，其或使用自身经营产生的资金，或使用融资募集的资金。考虑到 2019 年三大航经营租赁并表，融资租赁飞机资产从固定资产中被重新划分至使用权资产，因此我们以 2010-2018 年相关数据进行分析。2010 年-2018 年国航飞机总量由 393 架提高至 684 架，其中自购+融资租赁飞机数量从 268 架提高至 480 架，单架入表飞机对应固定资产的原值长期维持在 4.5 亿元附近，东航及南航相关数据与国航类似，春秋及 2018 年以前的吉祥机队规模相对单一，均为窄体机，单机固定资产金额约为 3.1 元。由此可见，航空公司引进飞机消耗的资金体量庞大。

图 11: 各航司机队数量(架)走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

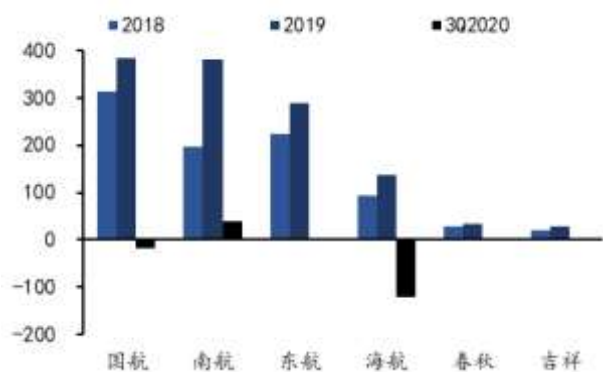
图 12: 各航司单位入表飞机对应固定资产原值(百万)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

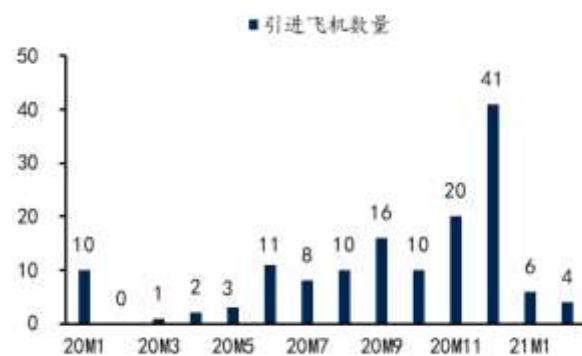
引进飞机对应的庞大资金消耗依靠的是航空公司内生造血及外部融资。2020 年疫情下民航损失惨重, 各航司均录得显著亏损, 各航司经营性现金流整体压力较大。经营压力下航空公司显著收紧运力投放, 民航运力引进几乎停滞, 全年引进飞机数量仅 132 架, 2021 年, 截至 2 月 20 日, 引进客机数量仅为 9 架。考虑到 2020 年全年上市航司退出 63 架客机, 相比于 2019 年底, 当前的运力的绝对增量十分有限。

图 13: 各航司经营性现金流 (亿)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 2020 年民航逐月引进客机飞机数量(架)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理
注: 2021 年 1 月数据截至 2021 年 2 月 20 日

目前全球疫情仍未平息, 国门仍未开放, 国内需求则因疫情散发重回低谷, 一季度民航大概率再度全面亏损。即便后续二三季度市场逐步复苏, 但年内国门全面开放仍存在高度不确定性, 海外运力回流及 B737MAX 潜在的复飞可能性带来的供给压力犹存, 因此我们认为静态看 2021 年民航经营压力依然较大。

阶段性的行业低谷有望冷却经营压力较大的航空公司的扩张冲动, 如南航在 2021 年度工作会议已经明确表示从重速度向重质量转变, 长期提升盈利能力, 国航、东航也在年度工作会议上强调高质量发展的愿景, 海航系公司更是因破产重整而扩张全面停滞。同样, 短期各航司运力引进计划也显著压低, 三大航 2021 年飞机扩张速度平均不足 5%, 春秋吉祥也仅为 10% 左右, 整体增速仅为

5.1%，叠加海航系熄火，2021 年民航机队扩张仍将维持较低速度，即便 B737MAX 复飞，也难以回到 2015-2019 年 9.6% 的年化机队增速水平。

表 1: 各航司 2021 年机队规划

	2020 年末机队	2021 引进	2021 退出	净增	增速
国航	708	57	2	55	7.8%
南航	867	30	8	22	2.5%
东航	725	39	9	30	4.1%
春秋	102	10	0	10	9.8%
吉祥	92	14	3	11	12.0%
合计	2494 (占比约 65%)	150	22	128	5.1%

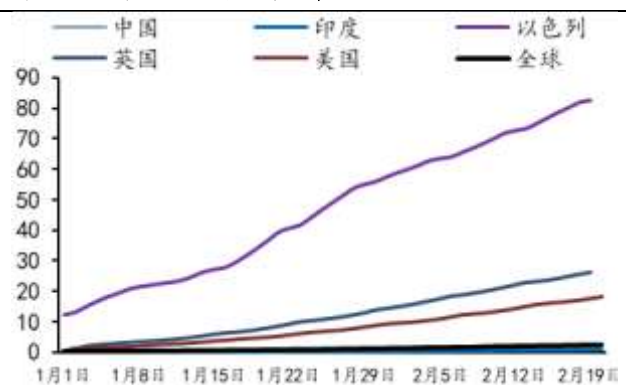
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

民航需求增长具备高度韧性，看好疫情消退后的强复苏

新冠疫苗研制成功后已经在全球范围内展开接种。截至 2021 年 2 月 20 日，部分中小国家疫苗接种率已经达到相当高的水平，如以色列疫苗接种比率已经达到 82.4%，发达国家如英国、美国疫苗接种率也已经在 20% 左右。伴随着疫苗接种，新增确诊病例数逐步下降。虽然当前全球疫苗接种率仍不足 3%，我国也仅为 2.82%，但目前部分城市普通民众已经可以预约接种疫苗，我们认为疫苗量产全面接种只是时间问题。

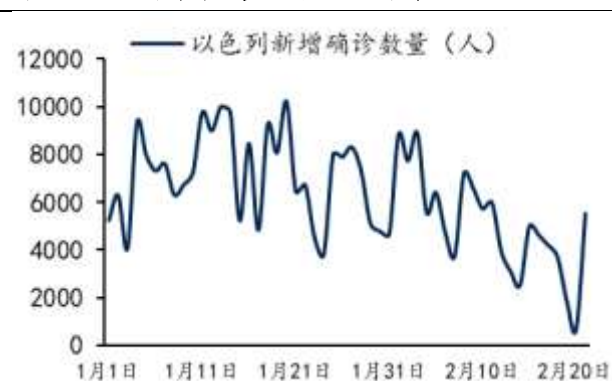
2020 年二三季度国内疫情管控良好，需求迅速复苏，9 月民航国内线客流量已经恢复至和 2019 年同期接近持平的水平，即便冬季疫情再度反弹客流下降，但伴随着全球范围内接种率逐步提高，我们认为人类终将基本控制乃至彻底战胜疫情。2021 年 2 月 22 日全国中高风险地区再度清零，伴随着春运接近尾声，全国经济回归常态，复产复工启动促使民航客流逐步回升，两会后公商务客流全面恢复，民航国内市场有望持续向好。

图 15: 全球各国疫苗接种比率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 以色列新增确诊病例数快速下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

回顾我国历史上民航客运量遭受事件性冲击的两个年份，2003 年及 2008 年外部冲击消退后的民航需求恢复情况。2003 年非典疫情历时半年便基本消退，当年民航 RPK 同比下降 0.4%，但 2004 年同比提高 41.1%，2004 年相比 2002 年增长 40.5%，两年年化增速 18.5%，甚至略高于 2001-2005 年的五年年均

16.1%的需求增速。

2008 年全球金融危机肆虐,我国民航也受到大幅冲击,全年 RPK 仅增长 3.3%,而随着经济逐步恢复,至 2010 年 RPK 相比 2008 年增长 40.1%,2007-2010 年三年年化增速 13.1%,仅略低于 2006-2010 年 14.6%的年化增速,高于 2011-2015 年 12.5%的年化增速。由此可见,当外部变量冲击逐步消退后,民航需求终将恢复至自然增长曲线。

图 17: 民航 RPK 及同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

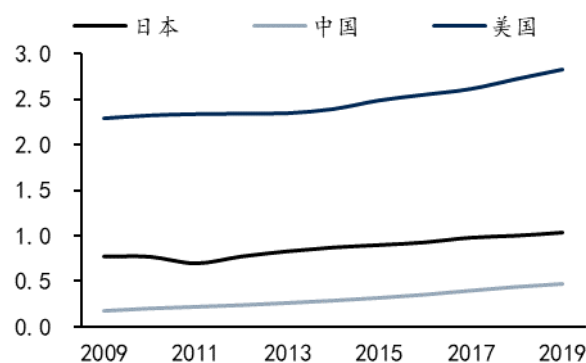
美国民航业的经验也表明,需求受到外部环境冲击后,能够较快的恢复至外部冲击前的水平。2001 年美国 911 事件后,民航需求明显下降,但拉长时间轴,其也不过是需求漫漫上行之路上的一段插曲。民航需求增长本质上还是依托国家宏观经济增长下居民收入的不断提升,我国目前人均乘机次数相比于发达国家仍有较大差距,疫情冲击的扰动不会磨灭民航需求的增长趋势,预计后续需求将持续向好。

图 18: 美国民航业客运量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 我国人均乘机次数

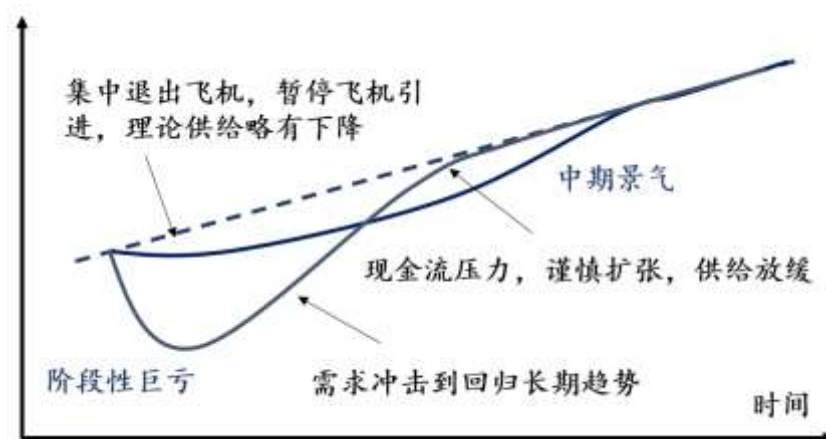


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

当前航空处于周期底部，疫情消退促成中期景气

事实上，在 2008 年金融危机后民航全面重组后迎来全新周期，成就民航黄金十年，但我们必须看到自从 2011 年运价触及高点后，由于竞争激烈，市场下沉，高铁分流等因素影响，运价整体呈单边下跌趋势。2013 年民航便已出现扣汇盈利不佳的局面，但后续因油价下跌，盈利能力在 2015-2016 年迎来小阳春，此后民航时刻收紧、票价改革，亦只是放缓了运价下行的趋势。本轮疫情提前促成周期探底，而综合供需分析，我们认为随着疫情的逐步消退，需求终将企稳复苏，而由于机队引进的显著降速，供给阶段性不足，一旦国门全面开放，宽体机运力得以消化，民航有望迎来周期反转，中期景气可期。

图 20：民航有望迎来中期景气



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

吉祥航空——卓越的民营航司，营收利润持续上行

历史沿革及股权结构

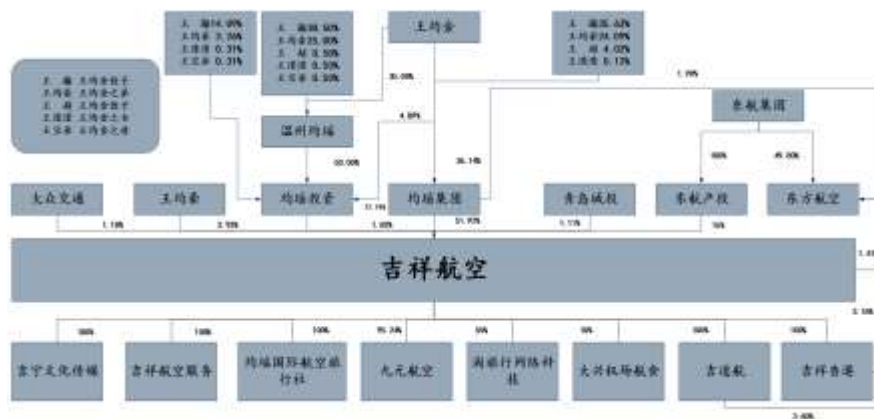
2004 年民航业向民营资本开放。吉祥航空的前身东部快线航空有限公司的筹建工作于 2005 年 6 月获得民航局批复，并于 2006 年 3 月 23 日由均瑶集团及均瑶投资正式出资成立。2006 年 4 月 25 日，东部快线航空有限公司更名为上海吉祥航空有限公司。2008 年、2009 年及 2010 年吉祥航空先后经历四次增资，增资后吉祥航空的注册资本由 1.5 亿元提高到 3.19 亿元。2011 年，上海吉祥航空有限公司完成改制，变更为上海吉祥航空股份有限公司。2011 年，公司通过股权转让及增资形式引入投资者大众交通、磐石宝骐及荣银投资。2015 年公司完成 IPO，登陆上交所。

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 95.24%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、上海吉道航持有东方航空 7.76%股权。

图 21：吉祥航空股权结构



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

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 2020 年底公司已经运营 98 架客机，其中 A320 机型客机 72 架，B737 机型客机 20 架，B787 机型客机 6 架。从运力运量来看，公司 ASK 从 2012 年的 95.94 亿提高至 2019 年的 408.0 亿，年度复合增速达到 23.0%。伴随着运力的不断增长，公司运输量也同步上行，2019 年公司旅客运输量 2201.7 万人次，同比增长 16.7%，RPK347.7 亿，同比增长 15.8%。

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%，2018-2019 年因民航增速整体放缓及公司国际线迅猛扩张而略有下降，分别为 86.2%、85.2%，降幅分别为 0.70pct、1.01pct。

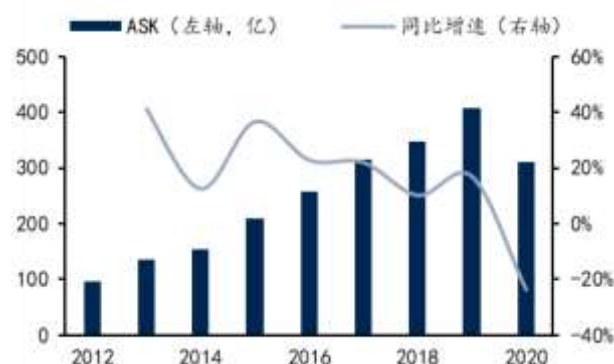
2020 年新冠肺炎显著影响公司业务量，但国内线表现仍可圈可点，全年 ASK311.7 亿，同比下降 23.6%，RPK234.4 亿，同比下降 32.6%，旅客运输量 1571.7 万人次，同比下降 28.6%，客座率 75.19%，同比下降 10.04pct。

表 2: 吉祥航空机队结构

	自购	融资租赁	经营租赁	合计
A320 系列客机	22	7	43	72
B737 客机	2	1	17	20
B787 客机	4	2	0	6
合计	28	10	60	98

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 吉祥航空 ASK 及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 吉祥航空 RPK 及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 吉祥航空旅客运输量及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 吉祥航空客座率及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

双品牌驱动，吉祥九元持续扩张版图

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 20 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	以枢纽辐射式航线为主	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:招股说明书、国信证券经济研究所整理

立足上海, 开拓华东, 吉祥航网渐成

公司核心运力集中于上海虹浦两场, 扩张战略亦十分清晰, 即围绕上海市场拓展业务, 2019 年冬春航季起始之时, 公司本部 (不含九元) 于上海两场周度始发航班为 732 个, 占公司计划始发航班量的 27.9%。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 9.2%, 作为一家民营航空公司已难能可贵。此外, 北京大兴机场投产后, 公司获得京沪航线时刻资源, 未来有望申请更多时刻, 拓展北京市场, 进一步完善航网布局。

表 4: 吉祥航空时刻分布

机场	15 冬春	16 夏秋	16 冬春	17 夏秋	17 冬春	18 夏秋	18 冬春	19 夏秋	19 冬春	20 夏秋	20 冬春
上海/浦东	448	412	461	462	475	478	477	486	477	398	476
上海/虹桥	245	232	245	232	245	232	245	232	256	256	256
南京/禄口	14	77	77	141	168	198	196	224	217	199	226
西安/咸阳	49	56	63	70	74	70	77	81	77	77	77
哈尔滨/太平	35	35	49	49	63	49	70	53	77	70	77
贵阳/龙洞堡	56	64	70	70	70	73	70	80	70	66	70
惠州/平潭	14	14	14	27	42	56	49	77	56	63	70
无锡/硕放	14	14	14	28	28	35	42	42	49	49	63
青岛/流亭	28	35	42	49	52	62	55	62	59	59	59
三亚/凤凰	56	35	56	35	56	35	56	35	56	56	56
其他	653	707	731	787	908	1052	987	1217	1013	960	1192
合计	1612	1681	1822	1950	2181	2340	2324	2589	2407	2253	2622

资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

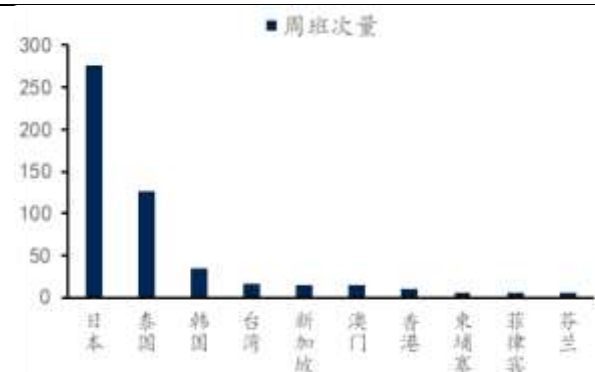
国际及地区航线方面, 公司核心运力投放于日本和泰国, 周往返航班量分别为 276 班、127 班, 其余市场中韩国、港澳台航线也具备一定体量, 洲际航线中, 核心执飞芬兰赫尔辛基航线。

图 26: 吉祥航空航线网络



资料来源: 飞常准、国信证券经济研究所整理

图 27: 吉祥航空国际地区线周航班量 (2019 冬春)



资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

开辟第二品牌，九元航空探索低成本模式

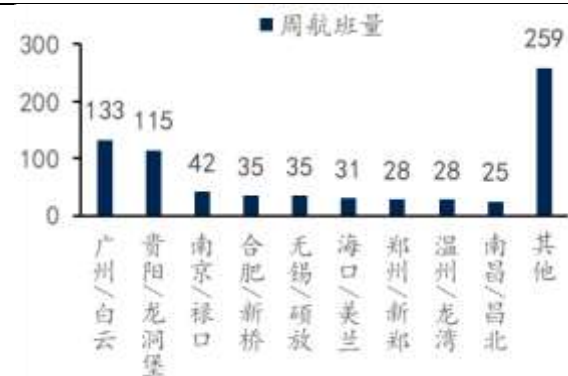
吉祥航空拥有九元航空 95.24% 股权，目前九元航空已有 20 架飞机，九元航空是一家低成本航空公司，立足广州、贵阳开辟市场。2020 年冬春航季，九元航空于广州、贵阳、南京等地的运力投放较大，核心航线为广州-贵阳、贵阳-三亚、太原-合肥等航线。随着民航市场的逐步下沉，我们认为只有大力压缩成本支出，方可在激烈的市场竞争中胜出，我们持续看好九元航空的发展前景。

图 28: 九元航空航线网络



资料来源: 飞常准、国信证券经济研究所整理

图 29: 九元航空于各机场周航班量



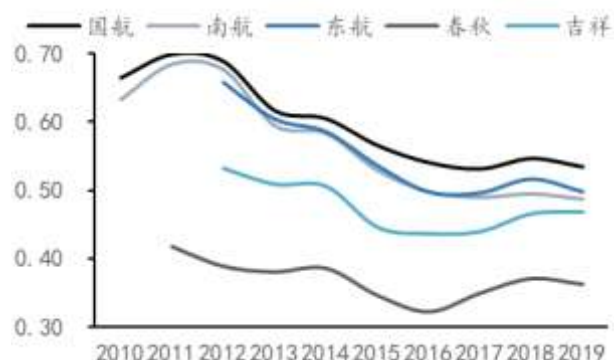
资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

盈利能力业内处于较高水平

收入端核心为客运，运价水平折中

公司机队为全客机机队，2019 年航空客运收入占公司营业收入的 97.2%。运价方面，公司的运价水平低于三大航，但高于春秋，2019 年客公里收益为 0.4681 元，同比提高 0.5%，低于三大航平均 0.5058 元的客收水平，但高于春秋 0.3620 元的客收水平。得益于运量增长及运价提升，2019 年公司营业收入 167.5 亿元，同比增长 16.6%。

图 30: 各航司客公里收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 31: 吉祥航空营业收入及同比增速

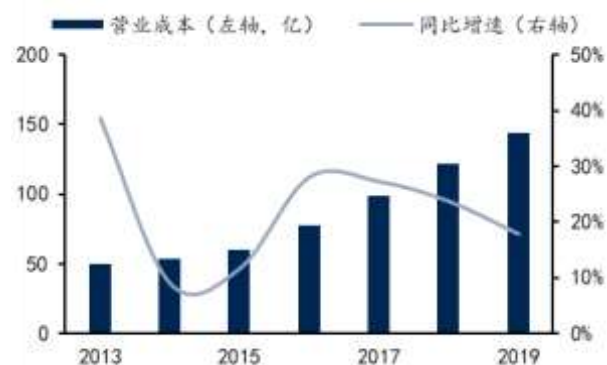


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

航司成本构成接近, 单位成本同样相对折中

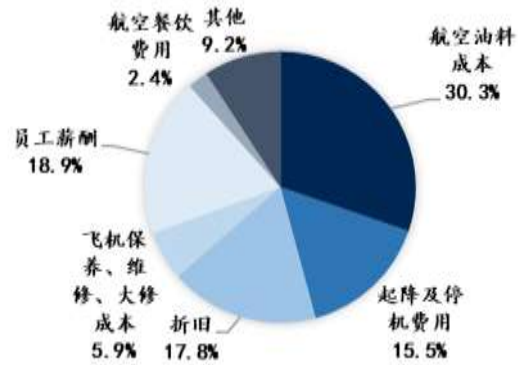
2019 年吉祥航空营业成本 144.0 亿, 同比增长 18.0%。航空公司间成本高度相似, 最大成本项往往是航油成本, 其次是员工薪酬、折旧、起降停机费, 2019 年公司航油成本 43.6 亿, 占公司营业成本的 30.3%, 员工薪酬、折旧、起降费分别为 27.2 亿、25.7 亿、22.4 亿, 分别占营业成本的 18.9%、17.8%和 15.5%。

图 32: 吉祥航空营业成本及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

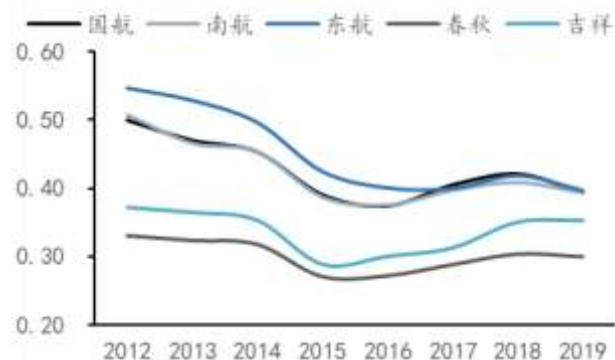
图 33: 吉祥航空营业成本结构



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

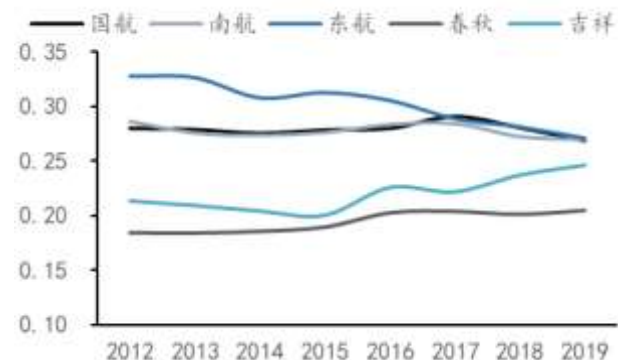
单位成本方面, 公司单位成本介于三大航及春秋之间, 由于公司引入宽体机开辟国际航线, 成本水平略有提升, 2019 年单位 ASK 营业成本 0.3530 元, 单位 ASK 非油成本 0.2462 元。

图 34: 各航司单位 ASK 营业成本 (元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 35: 各航司单位 ASK 非油成本 (元)

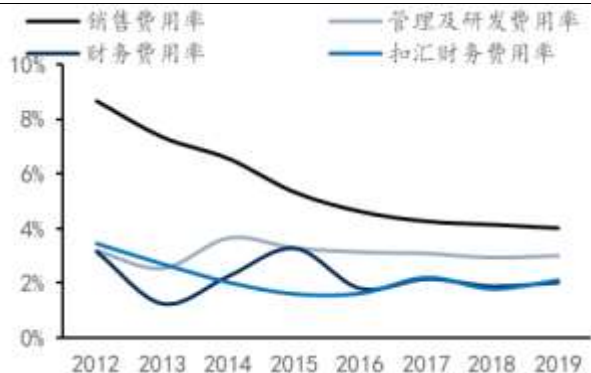


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

费用水平整体呈现下降趋势

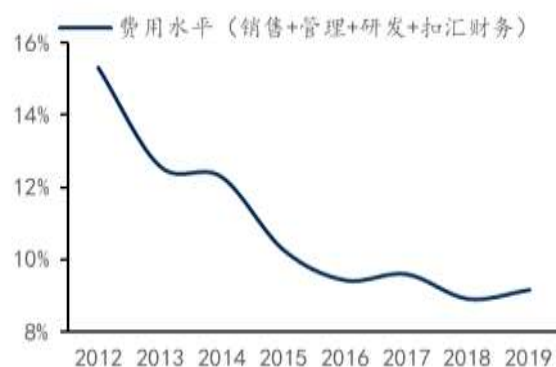
费用端, 公司费用水平近年整体呈现下降态势, 但由于引进宽体客机带来的资本开支走高, 公司 2019 年费用水平略有提升。细分费用上, 公司销售费用率连年降低, 2019 年为 4.04%, 同比下降 0.13pct, 管理及研发费用率合计 3.01%, 同比微升 0.07pct, 财务费用率 2.03%, 同比微升 0.13pct, 扣汇财务费用率 2.11%, 同比提升 3.1pct。

图 36: 吉祥航空各项费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 37: 吉祥航空费用水平

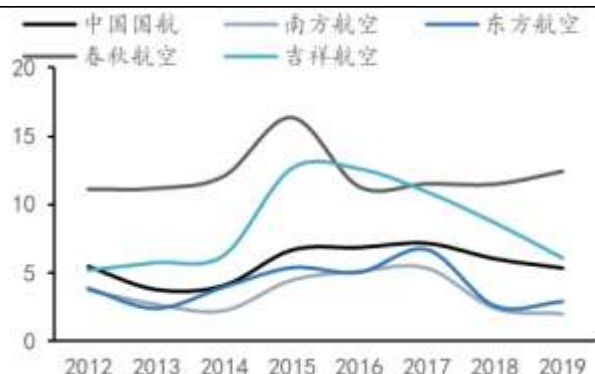


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力行业排名靠前

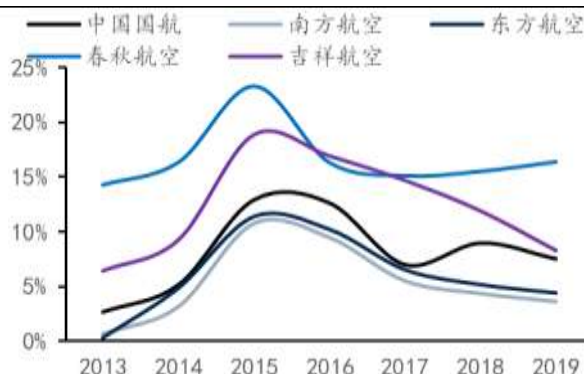
公司全服务的经营模式及精细的成本管理在一定程度上扩张了公司的盈利空间, 公司的利润水平在行业内排名靠前。虽然 2019 年因公司引入宽体客机拓展国际航线仍处于培育期, 公司利润体量有所下降, 归母净利润 9.94 亿, 同比下降 19.3%, 但利润率指标仍处于行业领先地位。按净利润率计算, 公司销售净利率 6.04%, 上市干线航司中仅次于春秋, 高于三大航, 扣汇利润总额/营业收入指标为 8.3%, 同样高于三大航的水平。

图 38: 各航空公司销售净利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 39: 各航空公司扣汇利润总额/营业收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

周期探底，梦旅生花

积极引进 B787 宽体客机，攻守兼备

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 2021 年 1 月，吉祥航空在运营的 B787 客机已经达到 6 架。

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。可以认为 B787 的引进放大了公司的盈利弹性，在行业景气度较高时将带来更高的收益，但在行业低迷时也会带来一定亏损。

我们认为当前行业处于周期底部，行业复苏时，B787 的投入将持续提升公司的盈利能力。考虑到 2020 年疫情影响下需求受到剧烈冲击，收益品质大幅下滑，不可比较，因此我们选用行业处于正常运行状态的 2018-2019 年数据进行分析。

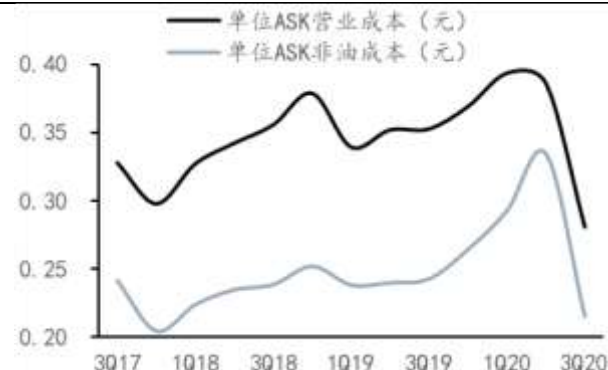
吉祥航空上海至赫尔辛基航线于 6 月底方才开航，因此自 2018 年四季度引入宽体机开始的前三个季度，B787 机型主要执飞国内航线中上海始发的公商务干线如上海-深圳、上海-成都、上海-西安航线。从运价来看，2019 年上半年整个行业运价有所下跌，民航局提及全民航座公里收益下降 2.5%，然而公司 2019 年上半年客公里收益 0.47 元，同比 2018 年上半年的 0.46 元有所提升。这说明了即便宽体机置换窄体机执飞国内商务干线会造成运力外溢至较低收益的市场中，但由于宽体机的座位数量优势带来核心收益市场的量价双升，足以拉动整个公司的收益品质稳中有升。疫情后分市场的复苏节奏大概率是国内快于国际，部分热点航线采用宽体机执飞更有利于公司盈利能力恢复。

图 40: 吉祥航空单位 RPK 营业收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 41: 吉祥航空单位 ASK 营业成本走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从更长的角度看,疫情后公司国际化战略重新铺开,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,北京市场转场大兴机场后,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将更多,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。

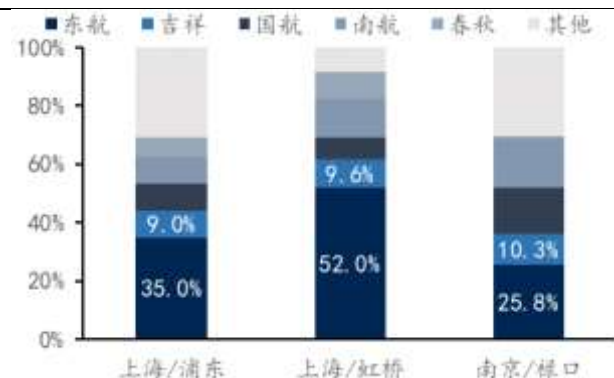
携手东航股权战略合作,显著优化华东市场竞争结构

2019 年东航与吉祥航空及其母公司完成交叉持股,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。东方航空、吉祥航空均以上海两场为核心基地,吉祥航空积极拓展的南京市场也是东航运力的核心投放地之一。根据疫情前的 2019 年冬春航季时刻表,东航系航司在浦东机场、虹桥机场、南京机场的时刻份额分别为 35.0%、52.0%、25.8%,时刻市占率雄踞第一;吉祥航空分别为 9.0%、9.6%、10.3%,时刻市占率分列第三、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 冬春航季计划时刻总量同比分别增长-0.5%、2.7%,本次股权层面的深入合作等同于重塑了上海地区乃至华东区域的竞争格局,利于削弱竞争,提振价格。

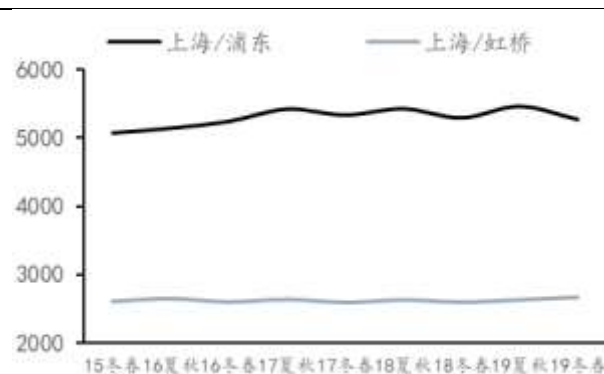
未来双方未来的战略合作将更加深入和全面,或在人员培训,机务、维修、飞行员、乘务员培训,全面代码共享等领域有更深层的进展。从更长远的角度看,吉祥航空作为一家中型航空公司,在向大型航空公司迈进的过程中势必会遇到各种各样的挑战,通过与大型航空公司的股权协作汲取经验,对公司的发展前景将十分有利。

图 42: 上海两场及南京机场时刻占有率



资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

图 43: 上海虹浦两场周离港航班量



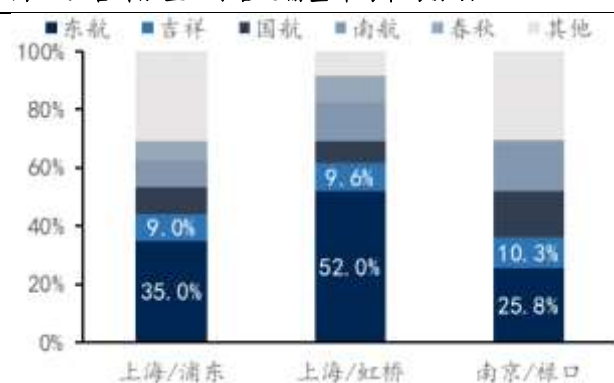
资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

周期复苏，吉祥航空高速增长

我们通过供需分析，认为民航有望迎来复苏期，而国门开放的节奏尚不明确，国内市场率先复苏，民营航司机队精简，利润率相对较高，运力腾挪灵活，盈利及现金流恢复速度较快，有望持续提升成长空间及市场份额。数据上看，2020年疫情发生后至2021年1月，吉祥航空运力投放已经基本恢复至疫情前九成的水平，以旅客运输量计算的市占率从2020年初的3.3%提升至2021年1月的4.6%，以旅客运输量计算的市占率从2020年初的2.9%提升至2021年1月的4.7%。

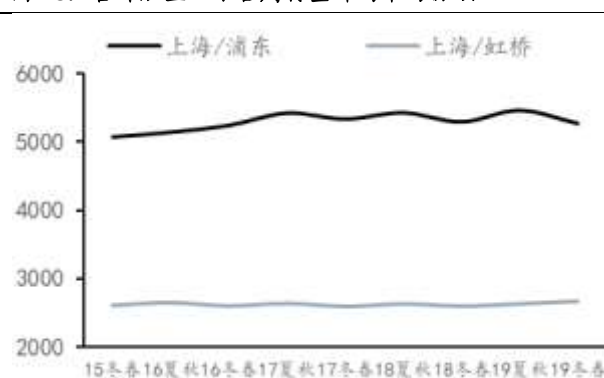
2021年公司计划引进飞机数量很可能仍在10架以上，如市场复苏顺利，公司将有望延续高速增长。伴随着公司体量不断扩大，未来市占率有望进一步提升，在局部市场话语权有望持续增强。

图 44: 吉祥航空以旅客运输量计的市场份额



资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

图 45: 吉祥航空以旅客周转量计的市场份额

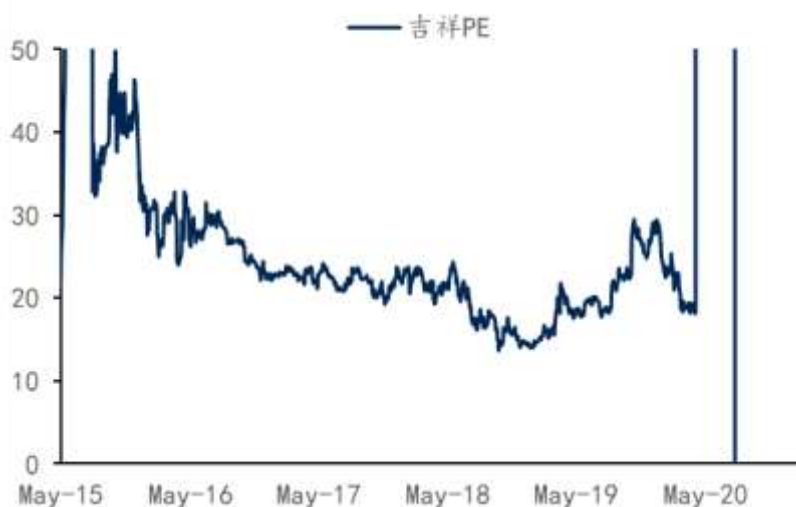


资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

盈利预测及投资建议

公司业绩预告显示 2020 年公司预计亏损 4.2 亿-4.9 亿,我们认为疫情冲击终将消退,民航运行终将回归正轨。假设 2021 年下半年起国际航线逐步恢复,2022 年起国内运价明显回升,基于油价 55-60 美金/桶,美元兑人民币汇率中枢 6.4 的假设基础,暂不考虑增发,预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为-4.8 亿、5.9 亿、18.5 亿, EPS 分别为-0.24 元、0.30 元、0.94 元。公司在疫情前的估值中枢为 20X 左右,因此给予目标价 18.8 元,目标价对应 2022 年 EPS 的 PE 估值为 20X。

图 46: 吉祥航空 PE 估值水平



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济下滑超预期: 民航需求与宏观经济景气度高度挂钩,如宏观经济下滑速度超预期,这民航需求将受到显著影响,影响公司业绩表现。

疫情持续时间超预期: 疫情持续时间决定了国际航线的恢复进度,如疫情持续超预期,这国际线恢复速度将明显慢于预期,不利于航空公司消化业绩,影响业绩表现。

油价大幅上涨: 航空公司航油成本支出较大,如果油价因种种因素出现上涨,将对航空公司成本端带来压力,拖累业绩。

汇率贬值: 2021 年经营性租赁并表,公司汇率敏感性显著放大,因此美元兑人民币汇率波动同样会导致业绩波动。

安全事故: 航空公司安全至上,一旦发生安全事故,将对公司的客源产生重大影响,导致出现经营危机。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1622	1850	1766	1746
应收款项	1747	1262	1630	2035
存货净额	198	183	201	201
其他流动资产	966	716	892	1075
流动资产合计	4646	4125	4610	5185
固定资产	19512	20839	23916	27377
无形资产及其他	133	128	122	117
投资性房地产	2074	2074	2074	2074
长期股权投资	6774	6774	6774	6774
资产总计	33138	33939	37496	41526
短期借款及交易性金融负债	6084	7659	10021	12153
应付款项	1350	1173	1343	1409
其他流动负债	2390	2083	2272	2572
流动负债合计	9825	10915	13636	16134
长期借款及应付债券	6912	6912	6912	6912
其他长期负债	3457	3657	3957	4175
长期负债合计	10370	10570	10870	11088
负债合计	20194	21485	24505	27221
少数股东权益	45	37	46	68
股东权益	12899	12418	12945	14237
负债和股东权益总计	33138	33939	37496	41526

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.51	-0.24	0.30	0.94
每股红利	0.25	0.00	0.03	0.28
每股净资产	6.56	6.32	6.58	7.24
ROIC	5%	-4%	2%	7%
ROE	8%	-4%	5%	13%
毛利率	14%	-1%	12%	19%
EBIT Margin	7%	-10%	4%	12%
EBITDA Margin	12%	-2%	10%	18%
收入增长	17%	-39%	45%	31%
净利润增长率	-19%	--	-222%	215%
资产负债率	61%	63%	65%	66%
息率	1.8%	0.0%	0.2%	2.0%
P/E	27.2	-56.2	46.2	14.7
P/B	2.1	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	24.5	-264.4	34.1	15.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	16749	10232	14875	19550
营业成本	14400	10300	13156	15755
营业税金及附加	10	9	13	18
销售费用	676	414	580	790
管理费用	448	490	538	602
财务费用	340	277	537	676
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(10)	(5)	(6)	(7)
其他收入	421	0	0	0
营业利润	1287	(1264)	45	1703
营业外净收支	110	620	750	800
利润总额	1397	(644)	795	2503
所得税费用	385	(154)	199	626
少数股东损益	18	(8)	10	31
归属于母公司净利润	994	(481)	586	1846

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	994	(481)	586	1846
资产减值准备	(4)	0	0	0
折旧摊销	714	797	922	1087
公允价值变动损失	10	5	6	7
财务费用	340	277	537	676
营运资本变动	2590	467	95	(4)
其它	13	(8)	9	22
经营活动现金流	4317	780	1618	2958
资本开支	(5303)	(2125)	(4000)	(4550)
其它投资现金流	(77)	(2)	(6)	(6)
投资活动现金流	(12154)	(2127)	(4006)	(4556)
权益性融资	3091	0	0	0
负债净变化	4889	0	0	0
支付股利、利息	(497)	0	(59)	(554)
其它融资现金流	(4241)	1575	2362	2132
融资活动现金流	7634	1575	2304	1578
现金净变动	(202)	228	(84)	(20)
货币资金的期初余额	1825	1622	1850	1766
货币资金的期末余额	1622	1850	1766	1746
企业自由现金流	(1119)	(1606)	(2542)	(1677)
权益自由现金流	(470)	(365)	(619)	(52)

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032