

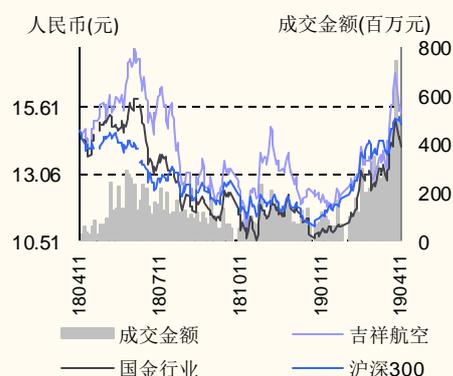
吉祥航空 (603885.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.38 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,797.01
总市值(百万元)	27,638.07
年内股价最高最低(元)	17.86/10.92
沪深 300 指数	3997.58
上证指数	3189.96



相关报告

1. 《国际线拖累营收，转让子公司贡献业绩增长-2018-10-1...》，2018.10.18
2. 《Q2 收益水平提升明显，成本上升业绩微降-2018-08-2...》，2018.8.26
3. 《成长性突出，受益于提价-2018-07-08 公司深度研究》，2018.7.9
4. 《提价策略显成效，期待宽体机提供新增长点-吉祥航空公司点评》，2018.4.26
5. 《机队引进加快拉动营收，期待宽体机提供新增长点-吉祥航空公司点...》，2018.4.17

黄凡洋 分析师 SAC 执业编号: S1130519020004
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

Q4 座收提升明显，等待宽体机运营洲际航线

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.738	0.686	0.913	1.215	1.392
每股净资产(元)	4.81	5.25	7.00	7.89	8.87
每股经营性现金流(元)	1.50	1.04	1.21	1.58	1.78
市盈率(倍)	20.73	18.26	16.85	12.65	11.05
净利润增长率(%)	6.13%	-6.99%	45.54%	33.17%	14.51%
净资产收益率(%)	15.32%	13.08%	13.04%	15.40%	15.70%
总股本(百万股)	1,797.01	1,797.01	1,966.14	1,966.14	1,966.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2018 年营收 143.7 亿，同增 15.8%，归母净利润 12.3 亿，同降 7.0%，扣非归母净利润 9.4 亿元，同降 19.1%；Q4 单季营收 32.5 亿，同增 19.1%，归母净利润-2.0 亿，去年同期 0.8 亿。

经营分析

- 国际线 Q4 运力恢复性增长，淡季收益水平增速提升：2018Q4 主基地上海两场时刻依然紧张，公司国内线 ASK 同增 9.9% (Q3 同增 11.6%)，不过在泰国沉船事件大幅削减国际线运力后，公司开始重新投入国际线运力，Q4 国际线 ASK 同增 3.5% (Q3 同降 26.1%)，Q4 公司整体 ASK 同增 9.2% (Q3 同增 5.9%)。国际线需求恢复还需时间，Q4 国际线 RPK 同比仍下滑 0.8%，客座率同降 3.5pct，国内线表现稍好，RPK 同增 9.3%，客座率同降 0.4pct，整体 RPK 同增 9.2%，客座率同降 0.8pct。

Q4 收益水平提升明显，或由于国际线票价趋稳，并且国内线再次提高全票价。我们测算 Q4 单位座公里收益同增 9.1%，高于 Q1-Q3 的 3.6%，未来我们认为主基地上海两场时刻放松尚需时日，并且 B737max 停飞事件持续影响行业供给，公司票价提升将延续。

- 等待 B787 运营洲际航线：公司 Q4 引进宽体机 B787，客座率达到 89.1%，高于 A320 系列飞机 85.0%，并且客公里收益 0.6 元，同样高于 A320 的 0.5 元。但是 B787 目前日利用率仅 8.7 小时，执行效率较低，运营成本较高，导致公司 2018 年单位扣油成本提高 8%，Q4 扣非净利润-2.7 亿，去年同期 0.8 亿。期望 B787 执行洲际长航线后，公司收益水平和运营效率能进一步提升，充分发挥宽体机和上海两场时刻优势。
- 与东航互相参与定增+继续引入宽体机，为未来蓄力：吉祥航空及其大股东均瑶集团将共认购东航 13.4 亿 A 股和 5.3 亿港股定增，同时公司将定增引入东航产投，结成战略合作关系，有望改善上海市场运营环境，获得更稳定的收益。另外，公司将继续引进 B787，达到 10 架规模，成为公司业绩新增长点。整体来看，目前公司资产质量良好，资产负债率稳定，未来进行航线扩张时，需兼顾航线衔接效率，提高飞机利用率，降低运营成本。

投资建议

- 充分利用上海两场优质时刻资源+宽体机的引进+九元航空国际航线开放成为公司未来业绩增长点。预测公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.91 /1.22/1.39 元，对应 PE 分别为 17 倍/13 倍/11 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 油价上涨超预期，宽体机运营不及预期，安全事故突发。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	9,928	12,412	14,366	17,073	20,931	24,513
增长率		25.0%	15.7%	18.8%	22.6%	17.1%
主营业务成本	-7,740	-9,859	-12,208	-13,829	-16,705	-19,624
%销售收入	78.0%	79.4%	85.0%	81.0%	79.8%	80.1%
毛利	2,188	2,553	2,158	3,244	4,226	4,889
%销售收入	22.0%	20.6%	15.0%	19.0%	20.2%	19.9%
营业税金及附加	-19	-26	-12	-17	-21	-25
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-461	-532	-598	-683	-837	-981
%销售收入	4.6%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-312	-384	-422	-512	-628	-735
%销售收入	3.1%	3.1%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,396	1,611	1,125	2,032	2,740	3,148
%销售收入	14.1%	13.0%	7.8%	11.9%	13.1%	12.8%
财务费用	-180	-269	-273	-125	-93	-88
%销售收入	1.8%	2.2%	1.9%	0.7%	0.4%	0.4%
资产减值损失	2	39	38	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	-5	275	650	350	400	450
%税前利润	n.a	15.1%	38.4%	14.6%	12.5%	12.3%
营业利润	1,214	1,657	1,541	2,253	3,047	3,509
营业利润率	12.2%	13.3%	10.7%	13.2%	14.6%	14.3%
营业外收支	447	169	151	150	150	150
税前利润	1,661	1,826	1,693	2,403	3,197	3,659
利润率	16.7%	14.7%	11.8%	14.1%	15.3%	14.9%
所得税	-411	-474	-453	-601	-799	-915
所得税率	24.7%	26.0%	26.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,250	1,352	1,240	1,802	2,398	2,744
少数股东损益	1	26	7	8	8	8
归属于母公司的净利润	1,249	1,326	1,233	1,794	2,390	2,736
净利率	12.6%	10.7%	8.6%	10.5%	11.4%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,250	1,352	1,240	1,802	2,398	2,744
非现金支出	426	642	688	904	1,212	1,278
非经营收益	174	233	59	-325	-411	-463
营运资金变动	122	468	-121	-9	-86	-62
经营活动现金净流	1,972	2,695	1,865	2,372	3,113	3,497
资本开支	-3,457	-3,186	-4,773	-10,033	-4,061	-3,062
投资	-92	-28	239	-1	0	0
其他	-20	5	4	350	400	450
投资活动现金净流	-3,569	-3,209	-4,530	-9,684	-3,661	-2,612
股权募资	3,342	5	0	2,537	0	0
债权募资	-683	1,343	2,873	5,325	1,417	127
其他	-568	-456	-827	-175	-768	-962
筹资活动现金净流	2,091	892	2,045	7,687	649	-835
现金净流量	494	378	-619	375	100	50

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,689	2,103	1,825	2,200	2,300	2,350
应收账款	1,320	1,314	2,406	2,709	3,321	3,890
存货	68	90	144	114	137	161
其他流动资产	697	466	943	790	905	1,021
流动资产	3,773	3,973	5,318	5,812	6,663	7,422
%总资产	21.7%	19.6%	24.8%	18.6%	19.0%	19.6%
长期投资	97	165	144	145	144	144
固定资产	12,819	15,262	14,899	24,209	27,208	29,141
%总资产	73.9%	75.4%	69.4%	77.5%	77.6%	77.1%
无形资产	624	758	1,036	1,038	1,040	1,041
非流动资产	13,584	16,264	16,137	25,420	28,420	30,354
%总资产	78.3%	80.4%	75.2%	81.4%	81.0%	80.4%
资产总计	17,357	20,237	21,455	31,232	35,083	37,777
短期借款	3,788	3,071	5,628	2,190	3,607	3,734
应付款项	1,749	1,842	2,263	2,291	2,783	3,265
其他流动负债	545	769	704	789	962	1,128
流动负债	6,081	5,682	8,595	5,269	7,352	8,127
长期贷款	2,919	4,996	2,023	2,023	2,023	2,023
其他长期负债	623	775	1,237	10,000	10,000	10,000
负债	9,622	11,453	11,855	17,292	19,375	20,150
普通股股东权益	7,628	8,650	9,429	13,760	15,521	17,431
少数股东权益	107	133	171	179	187	195
负债股东权益合计	17,357	20,237	21,455	31,232	35,083	37,777

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.973	0.738	0.686	0.913	1.215	1.392
每股净资产	5.943	4.814	5.247	6.999	7.894	8.866
每股经营现金净流	1.536	1.500	1.038	1.207	1.583	1.779
每股股利	0.600	0.500	0.228	0.000	0.320	0.420
回报率						
净资产收益率	16.37%	15.32%	13.08%	13.04%	15.40%	15.70%
总资产收益率	7.20%	6.55%	5.75%	5.75%	6.81%	7.24%
投入资本收益率	7.27%	7.08%	4.78%	8.40%	9.63%	10.10%
增长率						
主营业务收入增长率	21.70%	25.01%	15.75%	18.84%	22.60%	17.11%
EBIT增长率	-0.01%	15.42%	-30.15%	80.55%	34.85%	14.89%
净利润增长率	19.27%	6.13%	-6.99%	45.54%	33.17%	14.51%
总资产增长率	29.49%	16.59%	6.02%	45.57%	12.33%	7.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.2	7.1	8.1	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	2.6	2.9	3.5	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	30.6	32.2	31.9	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	288.3	330.5	249.9	405.0	379.2	349.6
偿债能力						
净负债/股东权益	64.87%	67.91%	60.32%	14.19%	20.97%	19.13%
EBIT利息保障倍数	7.8	6.0	4.1	16.2	29.6	35.6
资产负债率	55.44%	56.60%	55.25%	55.37%	55.23%	53.34%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	5	19
增持	0	0	0	0	2
中性	2	2	2	3	7
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	2.33	2.33	1.75	1.57

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-18	买入	22.63	N/A
2	2017-05-02	买入	22.36	N/A
3	2017-08-30	买入	14.96	N/A
4	2018-04-17	买入	15.00	N/A
5	2018-04-26	买入	14.99	N/A
6	2018-07-09	买入	15.34	20.00~22.00
7	2018-08-26	买入	12.85	20.00~22.00
8	2018-10-18	买入	10.92	20.00~22.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH