

# 机队引进节奏缓慢拖累 ASK 增长，成本端波动导致业绩低于预期

## ——吉祥航空(603885.SH) 2018 年年报点评

公司简报

◆事件：公司发布 2018 年业绩。公司 18 年收入达到 143.66 亿，同比增加 15.75%；归母净利润为 12.33 亿，同比减少 6.99%，扣非归母净利润为 9.44 亿，同比减少 19.13%，同时公司公告 2018 年不分红、不转增、不送股，主要原因是公司向东航产投的定增项目以及公司计划参与东航 A+H 股增发项目等两项重要事项还未实施。

◆机队引进节奏缓慢拖累 ASK 增长。公司全年投放 348 亿可用座公里 (ASK)，同比仅增加 10.41%，增速大幅下滑；公司 2018 年底共运营 90 架客机，同比增加 11.11%，增速创三年来新低，公司 2018 年共引进 9 架飞机，其中有 6 架飞机 4 季度引进 (包含三架 787)，飞机交付时间过晚拖累了 ASK 增长。

◆客公里收益显著提升。分机型看，公司 A320 机型 16-18 年客公里收益分别是 0.46、0.47、0.50 元，B737 机型 16-18 年客公里收益分别是 0.32、0.34、0.36 元，主力机型客公里收益明显提升；公司 18 年综合客座率为 86.24%，同比减少 0.70pct，其中国内航线、地区航线、国际航线客座率都出现下降，分别同比减少 0.76pct、0.74pct、0.73pct，在客公里收益明显提升的情况下，客座率微跌仍在可接受范围内。

◆成本端波动导致业绩低于预期。18 年公司的航油成本、租赁折旧费、起降费有明显提升。公司 18 年航油成本受制于国际油价波动，同比增加 37.87%，航油成本在营业成本中的占比从 17 年的 29.07% 提升至 18 年的 32.37%；在公司 18 年飞机引进节奏较慢的情况下，租赁折旧费 18 年同比增加 18.12%，高于 17 年同期增速 17.33%，可能是由于公司在 18 年开始引进 787 飞机所致；起降费 18 年同比增加 23.58%，高于 17 年同期增速 17.64%，主要原因是公司 18 年飞机日利用率提升，飞机起降架次增加。

◆盈利预测和投资建议。考虑公司租赁折旧费、起降费等成本增长未来三年可能保持高位，我们略微下调公司盈利预测，预计公司 19-20 年 EPS 分别为 0.98 元、1.23 元 (原预测为 1.06 元、1.38 元)，新增 2021 年净利润 24.85 亿，对应 EPS 1.38 元，维持“增持”评级。

◆风险提示。经济下行影响航空出行需求；油价、汇率波动影响航空公司盈利；空难等安全事故发生降低旅客乘机需求。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,412	14,366	16,741	19,577	22,684
营业收入增长率	25.01%	15.75%	16.53%	16.94%	15.87%
净利润 (百万元)	1,326	1,233	1,769	2,213	2,485
净利润增长率	6.13%	-6.99%	43.45%	25.10%	12.32%
EPS (元)	0.74	0.69	0.98	1.23	1.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.32%	13.08%	15.79%	16.95%	16.46%
P/E	21	22	16	12	11
P/B	3.2	2.9	2.5	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 11 日

## 增持 (维持)

### 分析师

程新星 (执业证书编号：S0930518120002)  
021-52523841  
[chengxx@ebsec.com](mailto:chengxx@ebsec.com)

陆达 (执业证书编号：S0930518120004)  
021-52523798  
[luda@ebsec.com](mailto:luda@ebsec.com)

### 市场数据

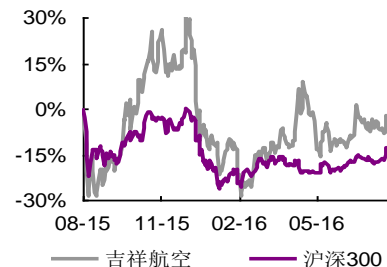
总股本(亿股)：17.97

总市值(亿元)：276.38

一年最低/最高(元)：10.64/18.40

近 3 月换手率：43.69%

### 股价表现(一年)



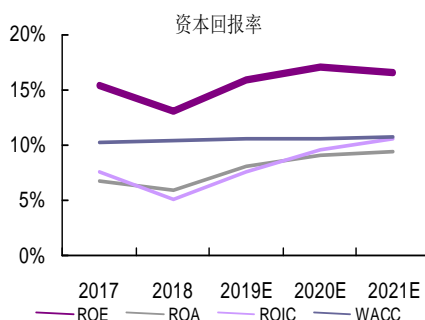
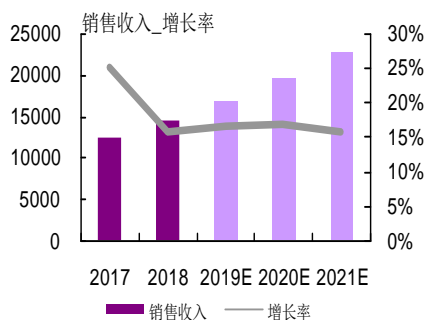
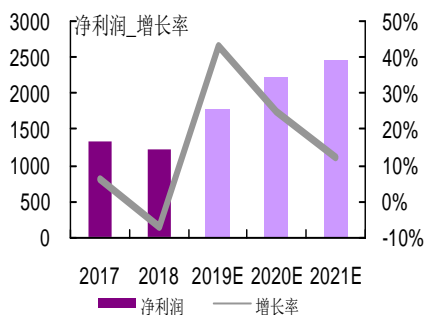
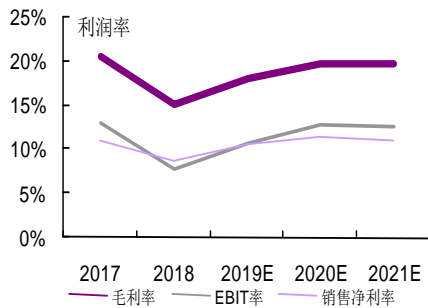
### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.76	-1.72	1.75
绝对	20.05	28.38	3.55

资料来源：Wind

### 相关研报

受益航班供给增加，公司收入高速增长——南方航空(600029.SH) 2018 年年报点评  
.....2019-03-31  
营收量价齐升，机队结构调整拖累 ASK 增速——东方航空(600115.SH) 2018 年年报点评  
.....2019-03-31  
海外航线复苏带动客公里收益上涨，19 年油汇或利好航司——中国国航(601111.SH) 2018 年年报点评  
.....2019-03-29



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>12,412</b>	<b>14,366</b>	<b>16,741</b>	<b>19,577</b>	<b>22,684</b>
营业成本	9,859	12,208	13,716	15,704	18,228
折旧和摊销	705	767	342	493	600
营业税费	26	12	17	20	23
销售费用	532	598	753	881	1,021
管理费用	384	416	469	489	567
财务费用	269	273	182	235	271
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	15	196	60	72	86
<b>营业利润</b>	<b>1,657</b>	<b>1,541</b>	<b>2,140</b>	<b>2,820</b>	<b>3,187</b>
<b>利润总额</b>	<b>1,826</b>	<b>1,693</b>	<b>2,396</b>	<b>3,013</b>	<b>3,387</b>
少数股东损益	26	7	9	11	12
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,326</b>	<b>1,233</b>	<b>1,769</b>	<b>2,213</b>	<b>2,485</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>20,237</b>	<b>21,455</b>	<b>22,343</b>	<b>24,602</b>	<b>26,749</b>
流动资产	3,973	5,318	4,991	5,935	8,079
货币资金	2,103	1,825	1,674	1,958	3,107
交易型金融资产	0	35	20	20	20
应收帐款	258	368	385	453	543
应收票据	0	8	0	0	0
其他应收款	1,056	2,030	1,879	2,210	2,770
存货	90	144	136	161	194
可供出售投资	147	136	80	100	110
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	27	59	98
固定资产	11,239	9,835	12,167	14,064	14,649
无形资产	101	111	105	100	95
<b>总负债</b>	<b>11,453</b>	<b>11,855</b>	<b>10,965</b>	<b>11,356</b>	<b>11,450</b>
无息负债	3,386	4,204	4,560	5,093	5,778
有息负债	8,068	7,651	6,405	6,263	5,673
<b>股东权益</b>	<b>8,783</b>	<b>9,600</b>	<b>11,378</b>	<b>13,246</b>	<b>15,299</b>
股本	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797
公积金	3,731	3,820	3,996	4,107	4,107
未分配利润	3,107	3,808	5,399	7,146	9,187
少数股东权益	133	171	180	191	204

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,761</b>	<b>1,949</b>	<b>3,178</b>	<b>2,568</b>	<b>2,809</b>
净利润	1,326	1,233	1,769	2,213	2,485
折旧摊销	705	767	342	493	600
净营运资金增加	-284	1,428	-513	539	730
其他	1,015	-1,479	1,581	-676	-1,005
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-3,209</b>	<b>-4,530</b>	<b>-1,667</b>	<b>-1,680</b>	<b>-462</b>
净资本支出	-3,186	-4,773	-1,700	-1,700	-500
长期投资变化	0	0	-27	-32	-39
其他资产变化	-24	243	60	52	76
<b>融资活动现金流</b>	<b>889</b>	<b>2,059</b>	<b>-1,662</b>	<b>-604</b>	<b>-1,198</b>
股本变化	513	0	0	0	0
债务净变化	1,361	-417	-1,245	-143	-590
无息负债变化	470	818	356	534	684
<b>净现金流</b>	<b>444</b>	<b>-535</b>	<b>-151</b>	<b>284</b>	<b>1,149</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	25.01%	15.75%	16.53%	16.94%	15.87%
净利润增长率	6.13%	-6.99%	43.45%	25.10%	12.32%
EBITDA 增长率	22.95%	-18.10%	12.28%	39.90%	15.78%
EBIT 增长率	15.02%	-29.88%	58.35%	39.06%	14.62%
<b>估值指标</b>					
PE	21	22	16	12	11
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	15	19	16	11	9
EV/EBIT	22	31	19	14	11
EV/NOPLAT	29	42	26	19	16
EV/Sales	3	2	2	2	1
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	20.57%	15.02%	18.07%	19.78%	19.65%
EBITDA 率	18.64%	13.19%	12.71%	15.20%	15.19%
EBIT 率	12.96%	7.85%	10.67%	12.68%	12.55%
税前净利润率	14.71%	11.78%	14.31%	15.39%	14.93%
税后净利润率 (归属母公司)	10.68%	8.58%	10.56%	11.30%	10.96%
ROA	6.68%	5.78%	7.96%	9.04%	9.34%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.32%	13.08%	15.79%	16.95%	16.46%
经营性 ROIC	7.51%	4.95%	7.50%	9.48%	10.54%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.70	0.62	0.74	1.02	1.48
速动比率	0.68	0.60	0.72	0.99	1.44
归属母公司权益/有息债务	1.07	1.23	1.75	2.08	2.66
有形资产/有息债务	2.41	2.67	3.36	3.79	4.56
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.74	0.69	0.98	1.23	1.38
每股红利	0.23	0.00	0.20	0.25	0.28
每股经营现金流	1.54	1.08	1.77	1.43	1.56
每股自由现金流(FCFF)	-0.56	-2.56	0.27	0.05	0.82
每股净资产	4.81	5.25	6.23	7.26	8.40
每股销售收入	6.91	7.99	9.32	10.89	12.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼