

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 15.38  
合理价格区间(元): 18.70~19.90

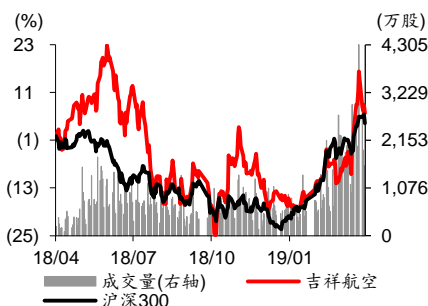
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**陈宇** 021-28972065  
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1 《吉祥航空(603885,增持): 全年供给放缓, 客座率有所下滑》2019.01
- 2 《吉祥航空(603885,增持): 大股东协议转股 7%, 引入战略伙伴》2018.11
- 3 《吉祥航空(603885,增持): 10 月内线改善, 强强联手值得期待》2018.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 业绩符合预期, 受益行业上行; 买入 吉祥航空(603885)

**2018 净利下降 7%，基本符合预期；受益行业景气上行，上调至“买入”**  
2018 年，吉祥航空实现营收 143.66 亿元，同比增 15.7%；油价大幅上涨拖累毛利润同比下降 15%至 21.46 亿元。受益航线补贴同比增长 69%至 4.39 亿元，处置长期股权投资获得一次性收益 1.88 亿元，归母净利润同比下降 7%至 12.33 亿元，较我们此前预测值略低了 4.9%，基本符合预期。我们根据彭博最新汇率预测结合经营状况，上调 2019/20 年归母净利润至 17.55/25.36 亿元，首次引入 2021 年归母净利润 34.14 亿元；基于 737max 停飞或超预期，票价放开继续推进，外围油价、汇率相对稳定，我们看好航空景气上行，上调目标价至 18.70-19.90 元，上调评级至“买入”。

**2018 全年供给收紧，弃量要价，客座率微降但票价改善 5.9%**

受民航局供给紧缩政策影响，公司 2018 年国内线供给增速放缓明显，同比仅增 12.1%，增速较去年放缓 13.2 个百分点，需求同比增 11.2%，客座率下滑 0.8 个百分点。国际线受泰国沉船事件等影响，全年供给同比下降 0.8%，需求同比削减 1.6%，客座率下滑 0.7 个百分点。公司采用弃量要价的策略，尽管全年总客座率同比下降 0.7 个百分点，但票价上涨 5.9%，座公里收入改善 5.1%。我们分析票价主因：1) 行业票价放开管制，航司纷纷上调经济舱全价票上限；2) 因燃油价格上涨，燃油附加费恢复征收 7 个月。

**2018 年机组、起降服务费上涨较快，油价、汇兑拖累业绩表现**

我们测算公司 2018 年可用吨公里扣油成本同比上涨 8.2%，主因：1) 机组费用因机队规模及航线密度增加，同比上涨 30%；2) 起降服务费和其他成本同比各上涨 23.6%/27.5%。2018 年布伦特原油均价同比上涨 30.4%，令航空煤油出厂价上涨 28.2%，我们测算由此推高其燃油成本增加约 8.4 亿元，人民币贬值 5.0%带来汇兑损失 1400 万元，拖累业绩表现。

**与东航深化合作，稳固上海竞争力；2019 行业多重利好推动业绩上行**

2018 年，公司及其母公司与东航及其关联公司通过互相增发等方式，深化资本合作，促进双方深化合作，进一步做大做强上海市场。我们认为公司 2019 年业绩有望增长 42%，基于：1) 2019 年油价同比下降、人民币升值；2) 波音 737MAX8 停飞时长或超预期，有望延长至暑运旺季，助力行业供需关系改善，从而推动公司票价和客座率提升；3) 民航发展基金征收标准将从今年 7 月 1 日起降低一半；4) 夏航季票价放开将继续推进。

**上调目标价区间至 18.70-19.90 元，上调评级至“买入”**

考虑：1) 基于最新经营状况，上调 19E/20E 年票价 1.6%/1.6%，因民航发展基金征收标准减半下调相关费用；2) 根据彭博最新预测更新 2019/20 年人民币兑美元汇率至 6.70/6.70，上调 19/20 年净利预测 2.2%/1.4%至 17.55/25.36 亿元，引入 21 年净利润预测 34.14 亿元。我们参考公司历史 3 年估值倍数 (均值为 2.96x PB)，考虑行业上行确定性大，给予 3.0x-3.2x 2019PB (2019BVPS 为 6.22 元)，上调目标价区间至 18.70-19.90 元。

风险提示：油价大幅上涨，人民币大幅贬值，高铁提速，经济增速放缓，重大疫情或自然灾害等不可抗力，高峰时刻增长不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,797
流通 A 股 (百万股)	1,797
52 周内股价区间 (元)	10.92-18.11
总市值 (百万元)	27,638
总资产 (百万元)	21,455
每股净资产 (元)	5.25

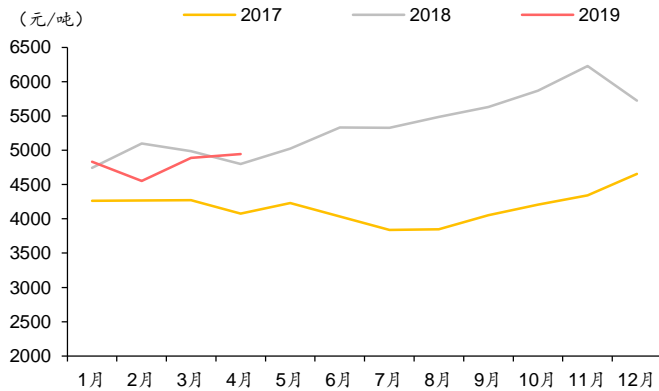
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,412	14,366	17,325	20,631	24,609
+/-%	25.01	15.75	20.60	19.08	19.28
归属母公司净利润 (百万元)	1,326	1,233	1,755	2,536	3,414
+/-%	6.13	(6.99)	42.36	44.50	34.60
EPS (元, 最新摊薄)	0.74	0.69	0.98	1.41	1.90
PE (倍)	20.85	22.42	15.75	10.90	8.10

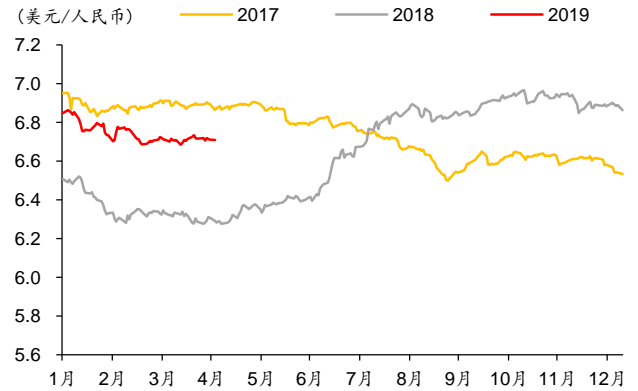
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 中国航空煤油出厂价(含税)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 美元兑人民币中间价



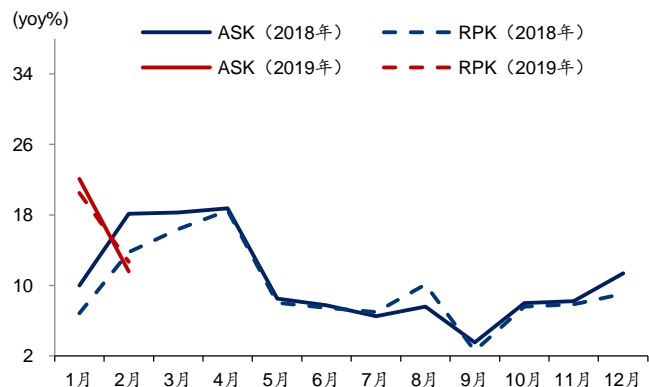
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 吉祥航空 2018 年全年经营情况变化分析

(人民币 百万元)	2017 年	2018 年	同比变化 (%)
一、营业总收入	12,411.7	14,366.2	15.7
营业收入	12,411.7	14,366.2	15.7
二、营业总成本	11,072.4	13,518.1	22.1
营业成本	9,858.8	12,208.0	23.8
营业税金及附加	25.9	12.3	-52.6
销售费用	532.1	598.3	12.4
管理费用	383.7	415.5	8.3
研发费用		6.6	
财务费用	268.8	273.0	1.6
资产减值损失	3.1	4.4	43.1
信用减值损失	0.0	0.0	n/a
三、其他经营收益			
其他收益		1.1	n/a
投资净收益	15.1	196.1	203.9
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.7	2.9	148.1
公允价值变动收益	260.0	453.9	74.6
资产处置收益	42.5	42.1	-0.9
四、营业利润	1,656.9	1,541.3	-7.0
加: 营业外收入	171.6	152.5	-11.2
减: 营业外支出	2.3	1.3	-41.8
五、利润总额	1,826.3	1,692.5	-7.3
减: 所得税	474.4	452.9	-4.5
六、净利润	1,351.9	1,239.6	n/a
减: 少数股东损益	26.3	6.7	-74.7
归属于母公司所有者的净利润	1,325.6	1,232.9	-7.0

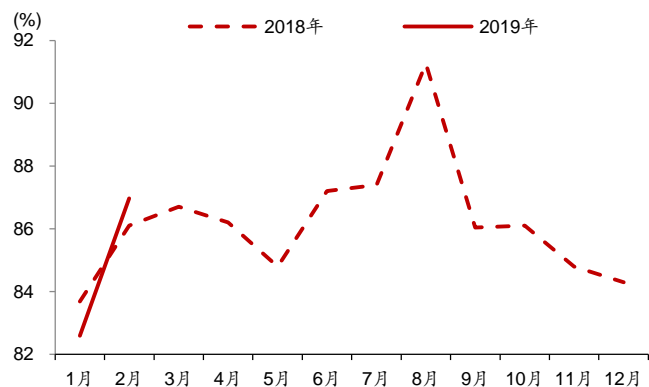
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 吉祥航空月供给、需求增幅变化图(2018-2019年2月)



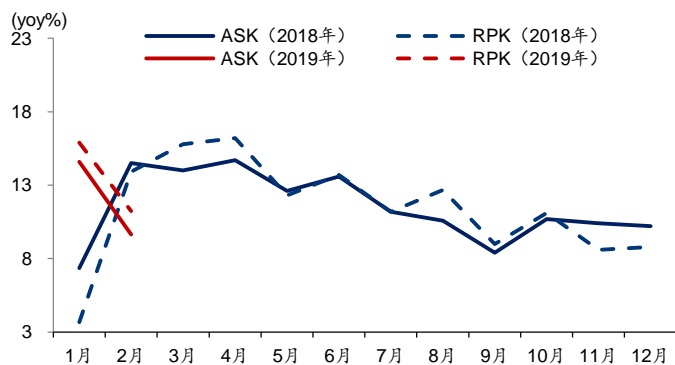
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 吉祥航空月客座率变化图(2018-2019年2月)



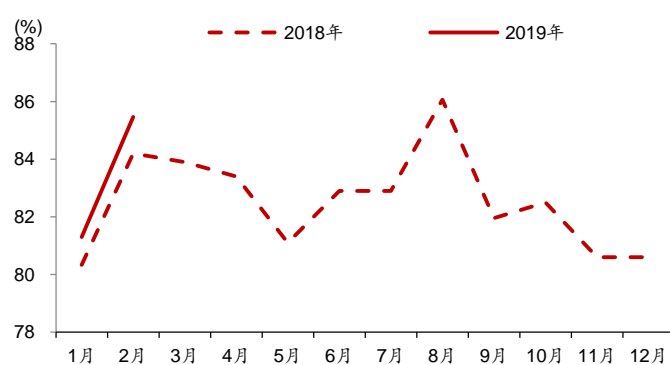
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表6: 上市航空公司月供给、需求增幅变化图(2018-2019年2月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表7: 上市航空公司月客座率变化图(2018-2019年2月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,973	5,318	5,756	6,281	7,783
现金	2,103	1,825	1,751	1,687	2,458
应收账款	0.00	0.00	453.51	540.06	644.18
其他应收账款	1,056	2,030	2,335	2,691	3,140
预付账款	247.32	524.94	633.05	753.86	899.21
存货	89.75	144.21	165.90	191.19	223.11
其他流动资产	476.87	794.45	418.39	418.39	418.39
非流动资产	16,264	16,137	19,098	21,845	24,392
长期投资	0.00	0.00	20.00	40.00	60.00
固定投资	11,239	9,835	13,272	16,277	18,853
无形资产	101.28	110.59	108.19	105.46	102.40
其他非流动资产	4,924	6,191	5,698	5,422	5,377
资产总计	20,237	21,455	24,855	28,126	32,176
流动负债	5,682	8,595	8,234	8,991	9,883
短期借款	2,490	4,586	4,786	4,986	5,186
应付账款	945.99	1,191	1,246	1,436	1,676
其他流动负债	2,246	2,818	2,202	2,568	3,021
非流动负债	5,771	3,260	5,260	5,760	6,260
长期借款	4,996	2,023	4,023	4,523	5,023
其他非流动负债	774.52	1,237	1,237	1,237	1,237
负债合计	11,453	11,855	13,494	14,751	16,143
少数股东权益	133.22	171.42	190.32	209.22	228.12
股本	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797
资本公积	3,242	3,208	3,208	3,208	3,208
留存公积	3,596	4,419	6,165	8,161	10,800
归属母公司股东权益	8,650	9,429	11,170	13,166	15,805
负债和股东权益	20,237	21,455	24,855	28,126	32,176

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,761	1,949	2,825	3,867	4,966
净利润	1,352	1,240	1,774	2,555	3,432
折旧摊销	705.30	767.00	779.28	998.46	1,206
财务费用	268.77	272.99	300.23	345.38	365.62
投资损失	(15.11)	(196.06)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	468.21	(120.81)	(28.64)	(31.94)	(38.35)
其他经营现金	(17.75)	(13.80)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(3,209)	(4,530)	(3,720)	(3,725)	(3,734)
资本支出	3,508	5,397	3,600	3,600	3,600
长期投资	28.48	32.43	133.85	0.00	0.00
其他投资现金	327.04	899.73	13.79	(124.76)	(133.85)
筹资活动现金	888.80	2,059	835.03	(192.23)	(446.76)
短期借款	(271.74)	2,096	200.00	200.00	200.00
长期借款	2,078	(2,974)	2,000	500.00	500.00
普通股增加	513.43	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(510.36)	(33.92)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(920.48)	2,970	(1,365)	(892.23)	(1,147)
现金净增加额	444.27	(535.29)	(73.93)	(63.86)	771.20

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,412	14,366	17,325	20,631	24,609
营业成本	9,859	12,208	14,044	16,185	18,887
营业税金及附加	25.90	12.27	14.80	17.62	21.02
营业费用	532.05	598.29	678.20	756.05	840.30
管理费用	383.73	415.52	476.05	538.55	610.27
财务费用	268.77	272.99	300.23	345.38	365.62
资产减值损失	3.10	4.43	4.43	4.43	4.43
公允价值变动收益	0.00	1.15	1.15	1.15	1.15
投资净收益	15.11	196.06	0.70	0.70	0.70
营业利润	1,657	1,541	2,246	3,286	4,457
营业外收入	171.65	152.51	176.48	202.26	229.89
营业外支出	2.25	1.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,826	1,693	2,422	3,489	4,687
所得税	474.36	452.92	648.20	933.56	1,254
净利润	1,352	1,240	1,774	2,555	3,432
少数股东损益	26.30	6.66	18.90	18.90	18.90
归属母公司净利润	1,326	1,233	1,755	2,536	3,414
EBITDA	2,774	2,726	3,483	4,814	6,239
EPS (元, 基本)	0.74	0.69	0.98	1.41	1.90

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	25.01	15.75	20.60	19.08	19.28
营业利润	32.84	(6.98)	45.70	46.33	35.61
归属母公司净利润	6.13	(6.99)	42.36	44.50	34.60
获利能力 (%)					
毛利率	20.57	15.02	18.94	21.55	23.25
净利率	10.68	8.58	10.13	12.29	13.87
ROE	15.32	13.08	15.71	19.26	21.60
ROIC	10.17	8.94	10.44	12.88	15.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.60	55.25	54.29	52.45	50.17
净负债比率 (%)	70.44	64.54	65.28	64.47	63.24
流动比率	0.70	0.62	0.70	0.70	0.79
速动比率	0.68	0.60	0.68	0.68	0.76
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.69	0.75	0.78	0.82
应收账款周转率	110.17	12,226	76.40	41.53	41.56
应付账款周转率	11.35	11.43	11.53	12.07	12.14
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.69	0.98	1.41	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.08	1.57	2.15	2.76
每股净资产(最新摊薄)	4.81	5.25	6.22	7.33	8.80
估值比率					
PE (倍)	20.85	22.42	15.75	10.90	8.10
PB (倍)	3.20	2.93	2.47	2.10	1.75
EV_EBITDA (倍)	12.22	12.50	10.14	7.50	5.78

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com