

吉祥航空 (603885)

证券研究报告

2017年04月17日

业绩符合预期，延续高成长逻辑

事件

吉祥航空披露年报。2016年公司实现营业收入99.3亿，同比增长21.7%，实现归母净利12.5亿，同比增长19.3%，EPS为1.02元，拟每10股派发现金红利2.5元（含税），同时以资本公积金向全体股东每10股转增4股。

机队快速扩张促进营收体量迅速上行

2016年公司机队体量由55架提升至65架，增速为18.2%，且机队主要集中于上半年引进促使全年运力实现较高增长，ASK增速达到23.1%。2016年行业供需弱平衡，公司运量增速达到23.8%，客座率达到85.7%，同比上升0.5个百分点，因此即便客公里收益水平相比2016年下降2.1%，营收体量仍同比增长21.7%至99.3亿。

燃油成本增速放缓，租赁、维修、员工薪酬费用提升，毛利率有所下滑

2016年国际油价整体同比下降近20%，相比于高速增长的运力，成本占比超过25%的燃料费用仅为19.2亿，同比微升0.8亿，而由于机队规模扩张、薪酬水平整体提升8%以及八台发动机集中大修，公司折旧租赁费提高4亿至11.4亿，增速为55%，员工薪酬上升4亿至15.7亿，增速为34%，维修费用则大增3.2亿，达到4.5亿，增速为242%。由于细分成本整体上扬，公司营业成本增28.2%至77.4亿，毛利率为22%，同比下降3.9%

费用管控良好，补贴收入改善业绩

得益于良好的销售、管理费用控制以及借款规模下降带来财务成本节约，在业务量扩张的基础上，公司实现“三费”节省超两千万元，其中销售、管理、财务费用率分别为4.64%、3.14%、1.81%，同比分别下降0.71、0.16、1.47个百分点，此外，补贴收入同比提高1.65亿，对业绩提升有一定贡献。

延续高成长逻辑，加码低成本航空布局

2017-2019年公司计划分别引入15架、11架、20架客机，其中2017年机队扩张速度将达23%，增速有所上升，而一季度便已引进其中8架，已奠定全年业务量高速增长的基础。未来公司将继续加码低成本航空业务布局，预计2017-2019年九元航空分别引进6架、6架、9架客机，扩张速度或分别达到67%、40%、43%，实现迅猛发展。

投资建议

我们认为2017年行业仍将维持较高景气度，公司高成长逻辑将延续，预计2017-2018年收入增速为26.4%、18.6%，归母净利为13.7亿、15.3亿，同比增速为9.5%、11.8%，如剔除本次利润分配预案实施对股本产生的影响，EPS为1.07元、1.19元，但考虑到机场收费改革将使起降费及旅客服务费有所提高，维持“增持”评级，小幅下调目标价至27元，对应2017-2018年PE25.4倍、22.7倍。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,158.24	9,928.49	12,550.19	14,886.35	17,951.71
增长率(%)	22.74	21.70	26.41	18.61	20.59
EBITDA(百万元)	1,710.74	1,822.00	2,121.89	2,647.41	3,269.54
净利润(百万元)	1,047.29	1,249.07	1,367.29	1,528.65	1,723.98
增长率(%)	144.87	19.27	9.46	11.80	12.78
EPS(元/股)	0.97	1.02	1.07	1.19	1.34
市盈率(P/E)	27.74	23.26	21.24	19.00	16.85
市净率(P/B)	8.63	3.81	3.38	2.98	2.63
市销率(P/S)	3.56	2.93	2.31	1.95	1.62
EV/EBITDA	25.82	18.62	17.01	14.61	12.77

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	增持(维持评级)
当前价格	22.63元
目标价格	27元
上次目标价	28.8元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,283.58
流通A股股本(百万股)	215.00
A股总市值(百万元)	29,047.44
流通A股市值(百万元)	4,865.45
每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	55.44
一年内最高/最低(元)	32.80/22.42

作者

姜明	分析师
SAC执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	联系人
zenfanzhe@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《吉祥航空-研究简报:双品牌双驱动,洲际业务即将启航》 2017-03-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,286.79	1,688.80	1,255.02	1,488.63	1,795.17
应收账款	1,290.37	1,319.65	1,909.93	2,003.53	2,815.51
预付账款	93.83	223.88	62.39	268.28	152.30
存货	44.32	67.66	67.64	100.70	103.12
其他	66.09	473.10	81.66	96.97	108.94
流动资产合计	2,781.41	3,773.09	3,376.64	3,958.11	4,975.04
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5,392.35	7,842.91	11,494.50	15,055.35	18,691.47
在建工程	4,369.19	4,975.68	5,550.51	5,764.13	6,525.10
无形资产	21.41	23.07	28.94	34.36	39.35
其他	840.21	742.70	923.99	988.59	1,045.93
非流动资产合计	10,623.17	13,584.36	17,997.94	21,842.44	26,301.86
资产总计	13,404.57	17,357.46	21,374.58	25,800.55	31,276.90
短期借款	3,185.84	2,761.82	3,995.14	5,797.87	7,805.54
应付账款	707.42	951.49	1,273.85	1,374.24	1,880.47
其他	2,382.94	2,367.64	2,707.02	2,932.85	3,333.10
流动负债合计	6,276.19	6,080.94	7,976.01	10,104.96	13,019.11
长期借款	2,981.28	2,918.52	3,818.59	4,924.19	6,235.24
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	683.89	622.91	879.45	911.02	852.03
非流动负债合计	3,665.17	3,541.43	4,698.04	5,835.21	7,087.27
负债合计	9,941.36	9,622.37	12,674.04	15,940.18	20,106.38
少数股东权益	98.11	106.80	109.54	112.60	116.06
股本	1,136.00	1,283.58	1,283.58	1,283.58	1,283.58
资本公积	566.49	3,752.72	3,691.02	3,701.30	3,715.01
留存收益	2,229.24	6,343.64	7,307.42	8,464.19	9,770.88
其他	(566.63)	(3,751.66)	(3,691.02)	(3,701.30)	(3,715.01)
股东权益合计	3,463.21	7,735.08	8,700.54	9,860.37	11,170.52
负债和股东权益总	13,404.57	17,357.46	21,374.58	25,800.55	31,276.90

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,028.06	1,249.79	1,367.29	1,528.65	1,723.98
折旧摊销	331.53	483.56	626.13	915.16	1,229.29
财务费用	278.98	202.48	217.90	293.46	395.46
投资损失	(17.74)	4.55	7.43	(5.24)	13.30
营运资金变动	271.59	358.32	(11.15)	(11.59)	(21.67)
其它	83.21	(271.43)	2.74	3.06	3.45
经营活动现金流	1,975.63	2,027.27	2,210.35	2,723.51	3,343.81
资本支出	4,546.90	3,548.17	4,601.89	4,663.48	5,690.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(9,224.05)	(7,117.12)	(9,046.17)	(9,364.57)	(11,349.74)
投资活动现金流	(4,677.14)	(3,568.95)	(4,444.28)	(4,701.09)	(5,659.38)
债权融资	7,390.21	6,706.32	9,128.94	12,005.48	15,440.33
股权融资	445.65	3,155.16	(280.65)	(283.18)	(381.75)
其他	(4,590.41)	(7,753.00)	(7,048.14)	(9,511.10)	(12,436.48)
筹资活动现金流	3,245.45	2,108.48	1,800.14	2,211.20	2,622.10
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	543.93	566.80	(433.79)	233.62	306.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,158.24	9,928.49	12,550.19	14,886.35	17,951.71
营业成本	6,038.78	7,740.36	10,064.07	12,024.34	14,558.47
营业税金及附加	17.62	19.34	26.36	29.77	37.70
营业费用	436.26	460.83	554.72	625.23	727.04
管理费用	269.49	312.08	402.86	479.34	576.25
财务费用	267.72	179.84	217.90	293.46	395.46
资产减值损失	(4.90)	(2.18)	(1.01)	0.66	(1.30)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.74	(4.55)	(7.43)	5.24	(13.30)
其他	(35.49)	9.11	14.86	(10.48)	26.60
营业利润	1,151.02	1,213.66	1,277.86	1,438.79	1,644.79
营业外收入	253.32	448.72	550.45	605.50	660.55
营业外支出	2.88	1.69	1.60	2.00	2.10
利润总额	1,401.46	1,660.69	1,826.71	2,042.29	2,303.24
所得税	373.39	410.90	456.68	510.57	575.81
净利润	1,028.06	1,249.79	1,370.03	1,531.71	1,727.43
少数股东损益	(19.22)	0.71	2.74	3.06	3.45
归属于母公司净利润	1,047.29	1,249.07	1,367.29	1,528.65	1,723.98
每股收益(元)	0.97	1.02	1.07	1.19	1.34

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	22.74%	21.70%	26.41%	18.61%	20.59%
营业利润	191.29%	5.44%	5.29%	12.59%	14.32%
归属于母公司净利润	144.87%	19.27%	9.46%	11.80%	12.78%
获利能力					
毛利率	25.98%	22.04%	19.81%	19.23%	18.90%
净利率	12.84%	12.58%	10.89%	10.27%	9.60%
ROE	31.12%	16.37%	15.92%	15.68%	15.60%
ROIC	22.26%	12.03%	9.64%	8.31%	7.90%
偿债能力					
资产负债率	74.16%	55.44%	59.29%	61.78%	64.29%
净负债率	35.02%	16.35%	14.11%	23.23%	21.90%
流动比率	0.44	0.62	0.42	0.39	0.38
速动比率	0.44	0.61	0.41	0.38	0.37
营运能力					
应收账款周转率	7.24	7.61	7.77	7.61	7.45
存货周转率	201.94	177.33	185.51	176.86	176.15
总资产周转率	0.76	0.65	0.65	0.63	0.63
每股指标(元)					
每股收益	0.97	1.02	1.07	1.19	1.34
每股经营现金流	1.54	1.58	1.72	2.12	2.61
每股净资产	2.62	5.94	6.69	7.59	8.61
估值比率					
市盈率	27.74	23.26	21.24	19.00	16.85
市净率	8.63	3.81	3.38	2.98	2.63
EV/EBITDA	25.82	18.62	17.01	14.61	12.77
EV/EBIT	31.13	24.34	24.13	22.33	20.46

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com