



吉祥航空(603885.SH)

【联讯交运公司点评】吉祥航空：双品牌、双枢纽，助力业绩高速增长

2017年04月20日

投资要点

买入(首次评级)

当前价：22.55 元

目标价：27.3 元

交运及设备行业研究组

分析师：王风华

执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

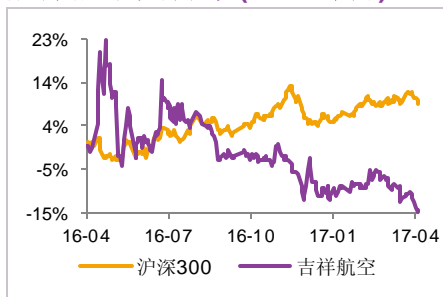
研究助理：牛永涛

电话：13810660508
邮箱：niuyongtao@lxsec.com

研究助理：陈梦洁

电话：18701150220
邮箱：chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9928	12510	15012	17714
(+/-)	21.70%	26.00%	20.00%	18.00%
归母净利润	1249	1459	1789	2062
(+/-)	19.27%	16.78%	22.63%	15.29%
EPS(元)	1.02	1.14	1.39	1.61
P/E	22.11	19.84	16.18	14.04

资料来源：联讯证券研究院

公司发布 2016 年年报,全年实现营业收入 99.28 亿元,同比增长 21.70%,实现归属母公司净利润 12.49 亿元,同比增长 19.27%,实现扣非后归属母公司净利润 9.13 亿元,同比增长 8.42%。EPS 为 1.02 元/股,加权平均净资产收益率 21.33%。同时,拟每 10 股转增 4 股,并派发现金红利 2.50 元(含税)。

✧ 加大国内航线投入,客座率持续提升

报告期内,公司营收 99.28 亿元,同比增长 21.7%。其中航空客运收入 96.50 亿元,占主营业务收入 97.2%;航空货运收入 1.65 亿元,占主营业务收入 1.7%,全年实现归属上市公司股东净利 12.49 亿元。飞机日利用率为 10.88 小时,高于行业均值。截至 2016 年末,公司共运营 65 架飞机,其中吉祥运营 56 架 A320 系列飞机,九元运营 9 架 B737 系列飞机。同时,公司计划 2018 年下半年开始引进波音 787-900 宽体机(5 架确认及 5 架意向)。

供给端方面,国内运力投入增速高于国际,吉祥航空目前将接近 80%运力投放于上海浦东和虹桥两个机场。共投入 257.86 亿可用座位公里,ASK 同比增长 23.08%,其中,国内航线同比增长 26.69%,国际航线同比增长 11.47%。需求端方面,实现客运总周转量 220.97 亿收入客公里,RPK 同比增长 23.83%,其中,国内航线同比增长 25.88%,国际航线同比增长 17.03%。客座率保持稳步提升,高于行业平均水平,总体客座率 85.69% (+0.52pct),国内航线客座率 86.98% (-0.56pct),国际航线客座率 79.85% (+3.79pct)。

✧ 成本上升拖累毛利率小幅下降

报告期内,修理费用占成本比例增长较多(+3.59pct),主要是由于 8 台发动机大修费用以及机队规模增长日常维修费用上升导致;人工成本增加为人员快速增长及公司涨薪导致。受成本上升拖累,公司航空客运业务毛利率减少 4.35 个百分点至 21.35%,航空货运业务毛利率减少 1.16 个百分点至 23.52%。

但公司费用控制效果良好,各项费用占比均出现下降。其中,销售费用占比由 2015 年的 5.35% 降至 2016 年的 4.64%;管理费用占比由 2015 年的 3.30% 降至 2016 年的 3.14%;财务费用占比由 2015 年的 3.28% 降至 2016 年的 1.18%,财务费用同比大幅降低(减少 32.82%),主要是由于公司归还了部分借款,借款规模缩减以及汇率波动所致。

公司 2016 年 5 月完成定增,募集资金 33 亿元,下半年积极拓展人民币融资渠道并主动进行债务结构调整,降低汇率和利率波动风险。截止 2016 年底,公司美元债务余额约 6.21 亿美元。

✧ 全年油价低位运行, Q4 油价上行导致亏损

航油成本是公司最主要的成本支出,国际原油价格的波动以及发改委对国内航油价格的调整都会对盈利产生较大的影响。2016 年布油均价为 45.13 美元



/桶，较上一年的 53.60 美元/桶下降 15.8%，2016 年公司燃油成本占成本比例下降明显，2016 年，公司航油成本为 19.18 亿元，占营业成本的比重为 24.78%（2015 年占比 30.49%），航油消耗量为 58.78 万吨。燃油成本同比减少 20.61 亿元，得益于全年油价的低位运行，增厚公司业绩。

但从 2016Q4 开始，受国际原油输出组织减产影响，国际油价呈现探底回升走势，公司 2016Q4 亏损 1546.84 万元。我们预计 2017 年国际油价稳中有升或将是大概率事件，航油成本提升或使公司业绩承压。

✧ 九元航空扭亏为盈，增厚公司业绩

2014 年上半年公司控股设立九元航空，公司持股比例为 79%。九元航空以广州白云机场为基地机场，主要目标市场为我国低成本航空市场。经过两年的运营发展，九元航空 2016 年总资产 32.80 亿元，净资产 5.13 亿元，营收 10.29 亿元，同比增长 143.84%（2015 年 4.22 亿元）；**实现扭亏为盈，净利润 5623 万元（2015 年亏损 8357 万元），增厚公司业绩。**

✧ 打造“双品牌+双枢纽”战略

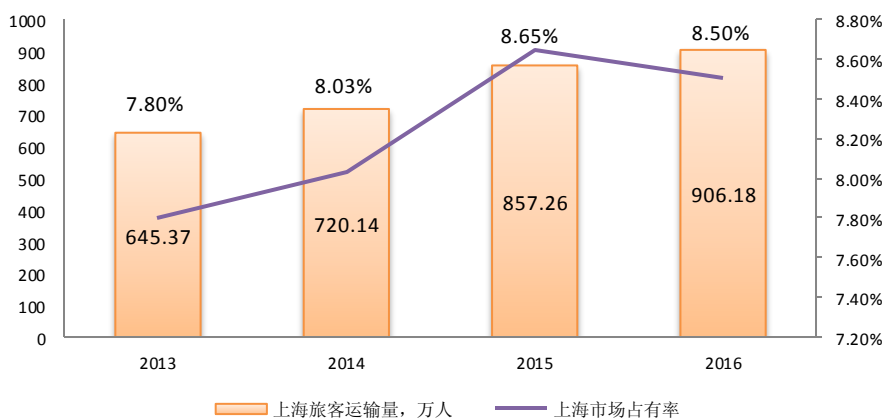
公司着力打造“双品牌+双枢纽”战略，吉祥航空的上海中心与九元航空的广州中心互补、协同，在国内连接中国南部地区和东部地区，建成覆盖全国的航线网络体系；2017 年将在国际上通过上海连接东北亚、东南亚更多国家，九元航空计划 2017 年开通广州始发的国际航线。九元航空的设立、开航使得公司航空产业实现高、中、低端旅客市场全覆盖，实现双品牌及双枢纽运行的发展战略。

✧ 盈利预测与投资评级

公司重视差异化竞争战略，抢占和培育潜力大、竞争少的航线，通过提前进入市场抢占优质时刻资源、积累客户基础，形成先发竞争优势。预计公司 2017~2019 年归母净利润为 14.59 亿元、17.89 亿元、20.62 亿元，对应 EPS 为 1.14 元、1.39 元、1.61 元。考虑到公司上海航线的优势和未来九元航空对业绩的贡献，看好公司低成本航空定位发展，业绩增速高于行业平均水平，给予 2017 年 24 倍 PE，目标价 27.3 元，给予“买入”评级。

✧ **风险提示：**油价上涨的风险；人民币贬值的风险；铁路分流的风险。

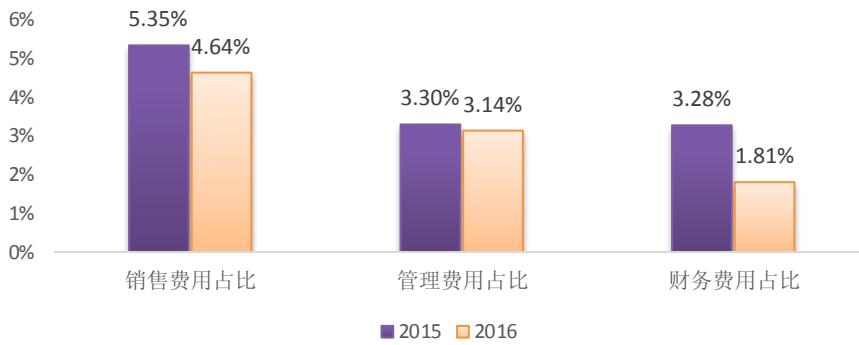
图表 1：2012~2016 吉祥航空上海市场占有率



资料来源：民航局，上海机场官网，联讯证券研究院

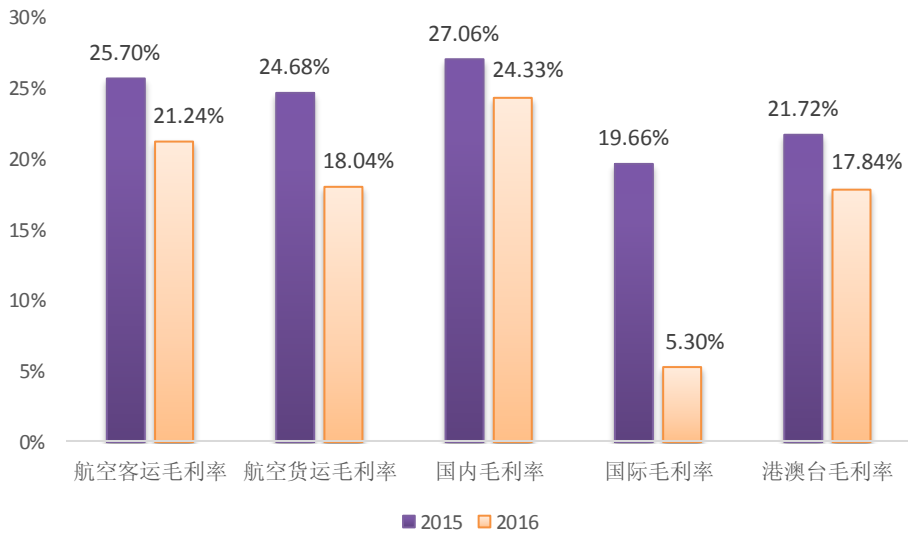


图表 2：公司各项费用占营收比重



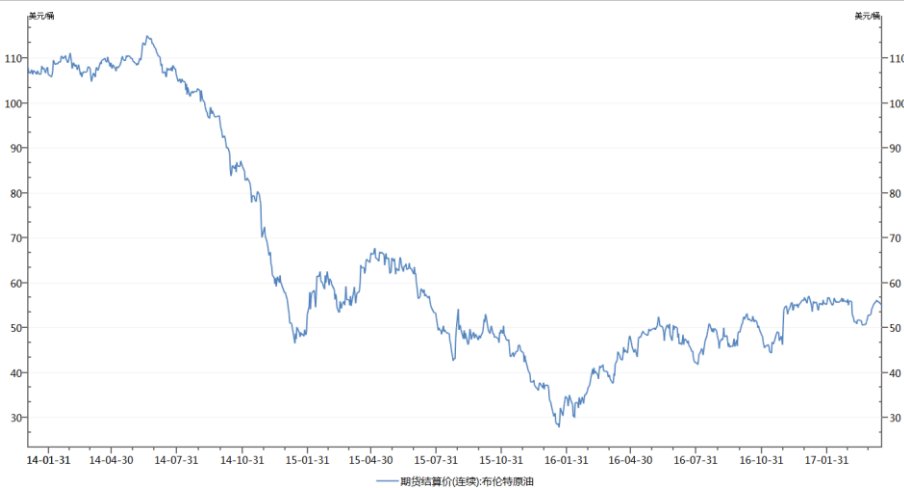
资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表 3：公司分项毛利率情况



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

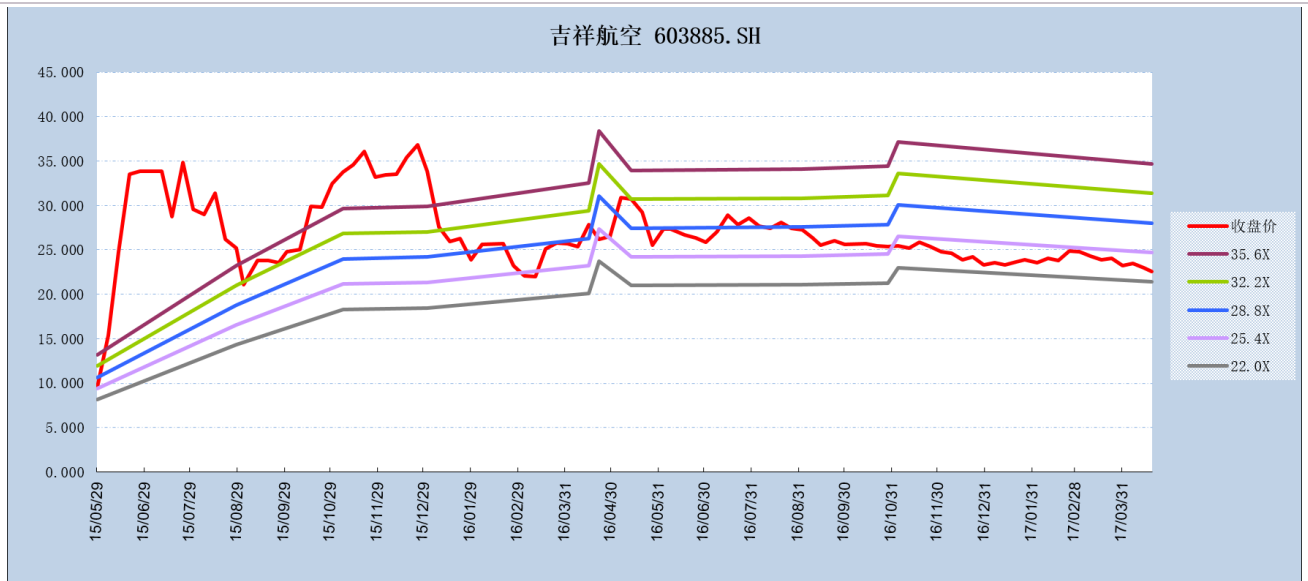
图表 4：布伦特原油走势



资料来源：Wind，联讯证券研究院

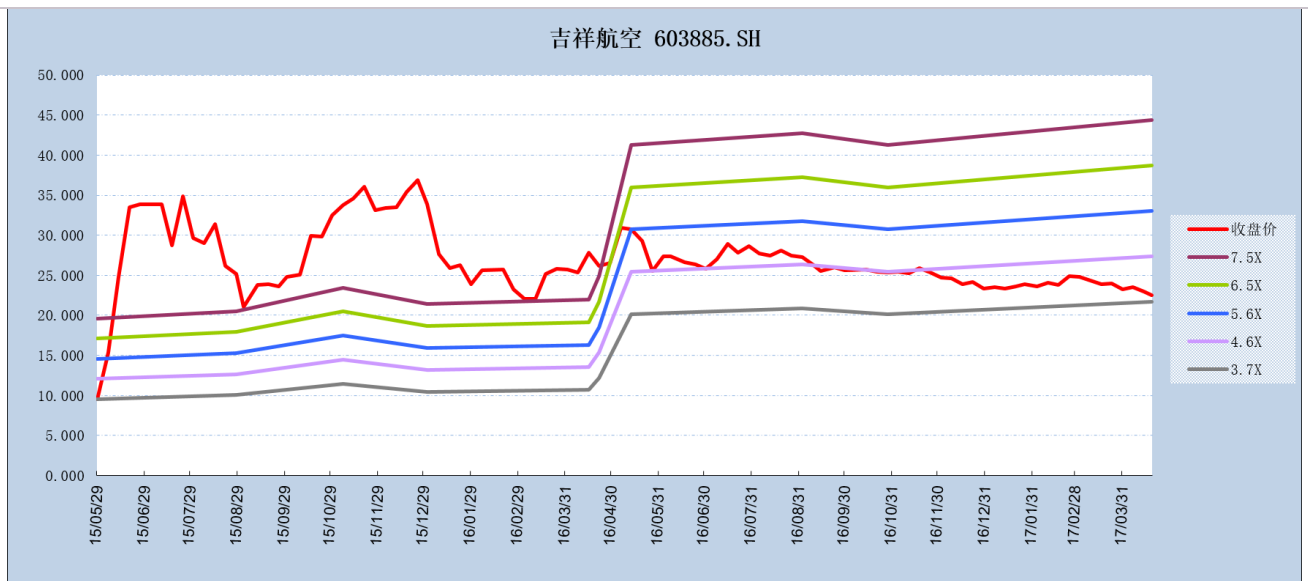


图表 5: 公司 PE-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表 6: 公司 PB-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,773	4,528	5,433	6,520	经营活动现金流	2,027	2,433	2,919	3,211
现金	1,689	2,547	3,783	5,142	净利润	1,250	1,459	1,789	2,063
应收账款	224	269	322	387	折旧摊销	484	580	696	836
其它应收款	1,096	1,205	1,326	1,459	财务费用	180	238	300	354
预付账款	224	246	271	298	投资损失	5	7	8	9
存货	68	81	97	117	营运资金变动	1,187	147	237	351
其他	473	179	-366	-882	其它	-1,077	2	-111	-401
非流动资产	13,584	15,622	17,965	20,660	投资活动现金流	-3,569	-4,104	-4,720	-5,192
长期投资	0	0	0	0	资本支出	3,521	4,225	5,070	6,084
固定资产	7,843	9,411	11,294	13,553	长期投资	0	0	0	0
无形资产	23	25	28	31	其他	-7,090	-8,329	-9,790	-11,276
其他	5,718	6,185	6,644	7,077	筹资活动现金流	2,108	2,530	3,036	3,340
资产总计	17,357	20,150	23,399	27,180	短期借款	2,762	3,038	3,342	3,676
流动负债	6,081	6,689	7,358	8,094	长期借款	2,919	3,210	3,531	3,885
短期借款	2,762	3,038	3,342	3,676	其他	-3,572	-3,718	-3,837	-4,221
应付账款	792	871	958	1,054	现金净增加额	567	859	1,236	1,359
其他	2,528	2,780	3,058	3,364					
非流动负债	3,541	3,896	4,285	4,714	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	2,919	3,210	3,531	3,885	成长能力				
其他	623	685	754	829	营业收入	21.70%	26.00%	20.00%	18.00%
负债合计	9,622	10,585	11,643	12,807	营业利润	5.44%	26.91%	28.90%	18.02%
少数股东权益	107	128	154	185	归属母公司净利润	19.27%	16.78%	22.63%	15.29%
归属母公司股东权益	7,628	9,437	11,602	14,188	获利能力				
负债和股东权益	17,357	20,150	23,399	27,180	毛利率	22.04%	22.00%	23.00%	23.00%
					净利率	12.58%	11.66%	11.92%	11.64%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	22.32%	16.87%	16.79%	15.79%
营业收入	9,928	12,510	15,012	17,714	ROIC	13.24%	15.63%	18.69%	21.29%
营业成本	7,740	9,758	11,559	13,640	偿债能力				
营业税金及附加	19	19	21	25	资产负债率	55.44%	52.53%	49.76%	47.12%
营业费用	461	575	691	815	流动比率	0.62	0.68	0.74	0.81
管理费用	312	375	450	531	速动比率	0.61	0.66	0.73	0.79
财务费用	180	238	300	354	营运能力				
资产减值损失	-2	-3	-3	-3	总资产周转率	0.65	0.67	0.69	0.70
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	44.39	50.80	50.80	49.96
投资净收益	-5	-7	-8	-9	应付账款周转率	11.93	11.74	12.64	13.56
营业利润	1,214	1,540	1,985	2,343	每股指标(元)				
营业外收入	449	359	377	396	每股收益	1.02	1.14	1.39	1.61
营业外支出	2	2	2	3	每股经营现金	1.58	1.90	2.27	2.50
利润总额	1,661	1,897	2,360	2,736	每股净资产	6.03	7.45	9.16	11.20
所得税	411	438	570	673	估值比率				
净利润	1,250	1,459	1,789	2,063	P/E	22.11	19.84	16.18	14.04
少数股东损益	1	1	1	1	P/B	3.74	3.03	2.46	2.01
归属母公司净利润	1,249	1,459	1,789	2,062	EV/EBITDA	19.60	17.44	13.72	11.52
EBITDA	1,882	2,121	2,682	3,179					

资料来源：联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com