

吉祥航空 (603885.SH) 航空机场

评级：买入 维持评级

公司点评

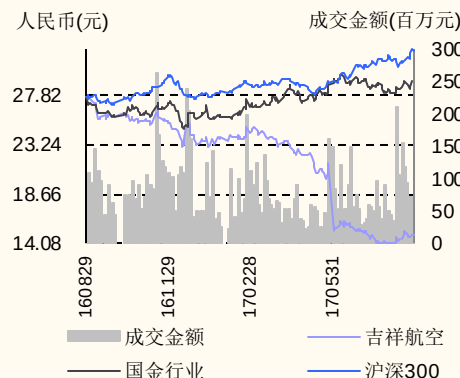
市场价格(人民币): 14.96 元

营收增长平稳, 毛利率下滑拖累业绩

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	537.01
总市值(百万元)	26,883.32
年内股价最高最低(元)	27.61/14.08
沪深 300 指数	3834.54
上证指数	3365.23



相关报告

1. 《营收维持高增长, 顺应市场布局国内航线-吉祥航空公司点评》, 2017.5.2
2. 《供需两旺格局持续, 九元航空扭亏为盈-吉祥航空公司点评》, 2017.4.18

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.922	0.973	0.833	0.977	1.170
每股净资产(元)	2.96	5.94	4.99	5.46	6.13
每股经营性现金流(元)	1.70	1.54	0.98	1.38	1.65
市盈率(倍)	37.06	23.94	17.97	15.31	12.79
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	144.87%	19.27%	19.78%	17.34%	19.72%
净资产收益率(%)	31.12%	16.37%	16.70%	17.88%	19.07%
总股本(百万股)	1,136.00	1,283.58	1,797.01	1,797.01	1,797.01

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 公司 2017 年上半年实现营业收入 58.61 亿元, 同比增长 23.35%; 归属上市公司股东的净利润 6.25 亿元, 同比减少 12.00%, 基本每股收益 0.35 元。

经营分析

- **机队扩大带动营收平稳增长:** 截止 2017 年 6 月末, 公司共拥有飞机 74 架, 其中吉祥航空 63 架, 子公司九元航空 11 架, 相较去年同期共净引进 12 架。吉祥航空将超过 99% 的新增运力投入国内市场, 伴随国内市场上半年景气度提高, 公司 RPK 快速增长 (整体+24.9%、国内 31.2%、国际-1.0%), 客座率有所提升 (整体+1.0pts、国内 1.2pts%、国际-1.8%)。下半年公司预计还将引进 6 架飞机, 机队继续扩大, 营业收入增速预计将保持。
- **油价上升利用率下降, 毛利率下滑拖累业绩:** 2017 年上半年, 布伦特原油均价同比上涨超过 27%, 公司航油成本 14.0 亿元, 占比营业成本 29.6%, 2016 年仅为 24.8%。另外, 由于上海两场空域紧张, 以及公司加大南京辅助基地的投入, 航点的分散降低了飞机利用率, 上半年为 11.1 小时 (同比下降 0.6 小时), 虽然仍高于全行业的 9.4 小时, 但利用率持续下降, 同样影响了公司盈利水平。吉祥航空上半年毛利率为 19.1%, Q2 仅为 16.6%, 2016 年上半年达到 25.2%, 毛利率下滑成为公司业绩下降的主要原因。不过由于人民币升值, 公司录得 0.27 亿元汇兑收益, 弥补部分业绩减少。
- **差异化策略避免过度竞争, 优连星空放眼国际:** 公司为避免同质化恶性竞争, 始终执行差异化策略, 不以价格策略作为核心竞争力, 而努力提供超预期的服务品质赢得客户认可。再者, 公司发掘培育了多条未被竞争对手关注的潜在盈利航线, 并积极培育南京辅助基地和低成本九元航空广州基地, 利用九元航空实现高中低端旅客全覆盖。另外, 公司正在布局国际化战略转型, 已经成为星空联盟优选伙伴, 可与 5 家国际航企开展全方位合作, 并且将在 2018 年下半年引进 B787 宽体机, 利用联盟品牌提供国际航线支持。

投资建议

- 看好公司中高端定位, 优质低价的差异化竞争策略, 以及双品牌双枢纽模式, 成为星空联盟优选伙伴, 前瞻布局未来国际业务。子公司九元航空扭亏为盈, 低成本发展空间广阔。预测 2017-2019 年的 EPS 为 0.83 元/0.98 元/1.17 元, 对应 PE 分别为 18 倍/15 倍/13 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济放缓, 油价大幅上升, 人民币大幅贬值, 民航运力供给超预期等。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,647	8,158	9,928	12,238	15,110	18,559	货币资金	775	1,287	1,689	1,000	1,000	1,000
增长率		22.7%	21.7%	23.3%	23.5%	22.8%	应收款项	967	1,290	1,320	1,574	1,943	2,386
主营业务成本	-5,404	-6,039	-7,740	-9,469	-11,726	-14,451	存货	36	44	68	67	84	103
%销售收入	81.3%	74.0%	78.0%	77.4%	77.6%	77.9%	其他流动资产	148	160	697	735	803	885
毛利	1,243	2,119	2,188	2,769	3,384	4,108	流动资产	1,926	2,781	3,773	3,376	3,829	4,374
%销售收入	18.7%	26.0%	22.0%	22.6%	22.4%	22.1%	%总资产	24.3%	20.7%	21.7%	19.4%	19.4%	21.2%
营业税金及附加	-8	-18	-19	-24	-30	-37	长期投资	0	9	97	98	97	97
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	5,503	9,762	12,819	13,437	15,430	15,801
营业费用	-437	-436	-461	-551	-680	-835	%总资产	69.4%	72.8%	73.9%	77.1%	78.0%	76.6%
%销售收入	6.6%	5.3%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	无形资产	448	556	624	509	418	345
管理费用	-244	-269	-312	-367	-453	-557	非流动资产	6,006	10,623	13,584	14,053	15,954	16,252
%销售收入	3.7%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	75.7%	79.3%	78.3%	80.6%	80.6%	78.8%
息税前利润 (EBIT)	554	1,396	1,396	1,827	2,220	2,679	资产总计	7,932	13,405	17,357	17,429	19,783	20,625
%销售收入	8.3%	17.1%	14.1%	14.9%	14.7%	14.4%	短期借款	1,570	4,409	3,788	3,068	3,998	2,956
财务费用	-151	-268	-180	-228	-277	-274	应付款项	1,016	1,410	1,749	1,815	2,245	2,763
%销售收入	2.3%	3.3%	1.8%	1.9%	1.8%	1.5%	其他流动负债	304	457	545	557	688	846
资产减值损失	-8	5	2	-2	-1	-1	流动负债	2,890	6,276	6,081	5,439	6,931	6,565
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,255	2,981	2,919	2,919	2,919	2,920
投资收益	0	18	-5	5	5	5	其他长期负债	668	684	623	0	0	0
%税前利润	0.0%	1.3%	n.a	0.2%	0.2%	0.2%	负债	5,813	9,941	9,622	8,358	9,850	9,484
营业利润	395	1,151	1,214	1,601	1,947	2,409	普通股股东权益	2,005	3,365	7,628	8,959	9,816	11,020
营业利润率	5.9%	14.1%	12.2%	13.1%	12.9%	13.0%	少数股东权益	114	98	107	112	117	122
营业外收支	202	250	447	400	400	400	负债股东权益合计	7,932	13,405	17,357	17,429	19,783	20,625
税前利润	597	1,401	1,661	2,001	2,347	2,809	比率分析						
利润率	9.0%	17.2%	16.7%	16.4%	15.5%	15.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-182	-373	-411	-500	-587	-702	每股指标						
所得税率	30.5%	26.6%	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.855	0.922	0.973	0.833	0.977	1.170
净利润	415	1,028	1,250	1,501	1,761	2,107	每股净资产	4.010	2.962	5.943	4.986	5.463	6.132
少数股东损益	-13	-19	1	5	5	5	每股经营现金净流	1.662	1.704	1.536	0.980	1.376	1.649
归属于母公司的净利润	428	1,047	1,249	1,496	1,756	2,102	每股股利	0.120	0.600	0.500	0.500	0.500	0.500
净利率	6.4%	12.8%	12.6%	12.2%	11.6%	11.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	21.33%	31.12%	16.37%	16.70%	17.88%	19.07%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	5.39%	7.81%	7.20%	8.58%	8.87%	10.19%
净利润	415	1,028	1,250	1,501	1,761	2,107	投入资本收益率	6.47%	9.44%	7.27%	9.10%	9.88%	11.81%
非现金支出	278	287	426	591	712	836	增长率						
非经营收益	118	284	174	-116	-107	-110	主营业务收入增长率	12.10%	22.74%	21.70%	23.26%	23.47%	22.83%
营运资金变动	20	337	122	-215	108	131	EBIT 增长率	44.66%	152.14%	-0.01%	30.87%	21.53%	20.64%
经营活动现金净流	831	1,936	1,972	1,762	2,473	2,963	净利润增长率	26.30%	144.87%	19.27%	19.78%	17.34%	19.72%
资本开支	-1,325	-4,638	-3,457	-655	-2,213	-733	总资产增长率	26.22%	68.99%	29.49%	0.41%	13.51%	4.26%
投资	-473	-39	-92	-1	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	-20	5	5	5	应收账款周转天数	8.0	7.8	8.2	7.0	7.0	7.0
投资活动现金净流	-1,799	-4,677	-3,569	-651	-2,208	-728	存货周转天数	2.3	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
股权募资	600	760	3,342	513	0	0	应付账款周转天数	32.8	30.1	30.6	30.0	30.0	30.0
债权募资	920	3,053	-683	-1,343	931	-1,041	固定资产周转天数	223.1	241.3	288.3	246.3	242.8	201.1
其他	-475	-565	-568	-969	-1,196	-1,193	偿债能力						
筹资活动现金净流	1,045	3,248	2,091	-1,799	-266	-2,234	净负债/股东权益	143.96%	176.24%	64.87%	54.97%	59.57%	43.76%
现金净流量	77	507	494	-689	0	0	EBIT 利息保障倍数	3.7	5.2	7.8	8.0	8.0	9.8
							资产负债率	73.28%	74.16%	55.44%	47.95%	49.79%	45.98%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	3	4	4	4
增持	0	1	2	2	2
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.60	1.57	1.57	1.57

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-02-01	买入	24.14	27.00~30.00
2	2016-04-15	买入	27.79	N/A
3	2016-05-05	买入	31.88	34.00~35.00
4	2016-08-28	买入	27.70	N/A
5	2017-04-18	买入	22.63	N/A
6	2017-05-02	买入	22.36	N/A

来源：国金证券研究所

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


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD