

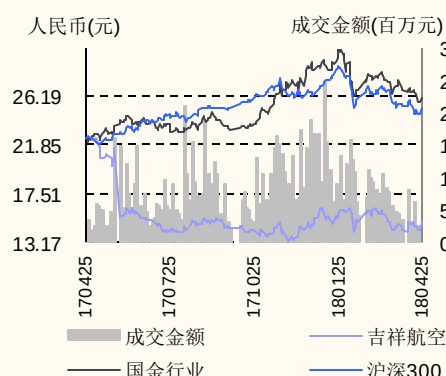
吉祥航空 (603885.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 14.99 元

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)	26,937.23
年内股价最高最低(元)	22.53/13.17
沪深 300 指数	3828.70
上证指数	3117.97



相关报告

- 1.《机队引进加快拉动营收, 期待宽体机提供新增长点-吉祥航空公司点...》, 2018.4.17
- 2.《营收增长平稳, 毛利率下滑拖累业绩-吉祥航空公司点评》, 2017.8.30
- 3.《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

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

提价策略显成效, 期待宽体机提供新增长点

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.973	0.738	0.839	1.076	1.439
每股净资产(元)	5.94	4.81	5.40	6.15	7.17
每股经营性现金流(元)	1.54	1.50	1.21	1.64	2.10
市盈率(倍)	23.94	20.73	17.88	13.94	10.42
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	19.27%	6.13%	13.68%	28.27%	33.78%
净资产收益率(%)	16.37%	15.32%	15.52%	17.50%	20.08%
总股本(百万股)	1,283.58	1,797.01	1,797.01	1,797.01	1,797.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2018Q1 实现营业收入 36.1 亿元, 同比增长 15.9%; 归母净利润 4.3 亿元, 同比增加 2.9%, 基本每股收益 0.24 元, 业绩符合预期。

经营分析

- 整体供给增速放缓, 国际和地区线持续复苏: 2018Q1 吉祥航空整体 ASK 增速放缓, 同增 15.4% (前值 20.7%), 受制于上海两场基地时刻限制, 吉祥航空国内 ASK 同增 14.6% (前值 29.1%), 下滑明显。公司抓住短途国际市场复苏的契机, 将更多的运力投入国际和地区市场, 2018Q1ASK 分别同增 17.8% (前值-7.1%) 和 37.5% (前值-24.5%), 并且国际和地区线 RPK 分别同增 18.5% 和 39.7%, 使得客座率分别同增 0.5pct 和 1.3pct。
- 国内线提价效果继续显现, 油价高涨毛利率仍维持: 2018Q1 整体 RPK 同增 12.4%, 低于营收增速, 公司继续提价策略, 预测单位客公里收益同增 3.1%, 客座率同减 2.3pct (国内-2.9pct)。国内线无法高速投入运力, 公司经营策略偏重保价, 基本覆盖了油价上升带来的成本增长。2018Q1 布油均价同增 23%, 而毛利率 21.2%, 同比仅下滑 0.1pct。但公司净利润增速较低, 主要是因为 2017Q1 财务费用-0.13 亿, 基数较低, 2018Q1 财务费用提高 0.5 亿, 提高原因为 2017Q1 部分飞机订单持有方式变更, 空客退回前期预付款, 当时人民币处于贬值通道, 带来大量汇兑收益, 本期无此收益。
- 18 年继续以量换价, 引进宽体机布局国际: 115 号文出台后, 公司主基地时刻控制严格, 国内新增时刻放缓。公司预计将继续通过提价, 以量换价, 弥补运力投放受限带来的成长性不足, 公司目前机队 81 架, 18 年仅计划净引进 6 架窄体机。从 17 年 11 月开始, 公司 ASK 增速开始下降, 并且国内客座率明显下滑。另一方面, 18 年 H2 公司将开始引进 B787 宽体机, 依托上海枢纽, 并借助星空联盟的优质品牌, 公司将进行国际化战略转型, 打造衔接北美、欧洲、澳洲等地的航线网络, 将成为公司业绩新的增长点。

投资建议

- 看好公司中高端定位、差异化竞争策略以及双品牌双枢纽模式, 在成为星空联盟优连伙伴, 引进 B787 布局未来国际业务, 提供业绩新增长点。子公司九元航空低成本发展空间广阔。预测 2018-2020 年的 EPS 为 0.84 元/1.08 元/1.44 元, 对应 PE 分别为 18 倍/14 倍/10 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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	8,158	9,928	12,412	15,213	18,530	22,652
增长率		21.7%	25.0%	22.6%	21.8%	22.2%
主营业务成本	-6,039	-7,740	-9,859	-12,279	-14,811	-17,922
%销售收入	74.0%	78.0%	79.4%	80.7%	79.9%	79.1%
毛利	2,119	2,188	2,553	2,934	3,719	4,730
%销售收入	26.0%	22.0%	20.6%	19.3%	20.1%	20.9%
营业税金及附加	-18	-19	-26	-30	-37	-45
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-436	-461	-532	-685	-834	-1,019
%销售收入	5.3%	4.6%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-269	-312	-384	-456	-556	-680
%销售收入	3.3%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,396	1,396	1,611	1,762	2,292	2,986
%销售收入	17.1%	14.1%	13.0%	11.6%	12.4%	13.2%
财务费用	-268	-180	-269	-247	-281	-174
%销售收入	3.3%	1.8%	2.2%	1.6%	1.5%	0.8%
资产减值损失	5	2	-3	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	-5	318	350	400	450
%税前利润	1.3%	n.a	17.4%	17.1%	15.3%	12.9%
营业利润	1,151	1,214	1,657	1,863	2,411	3,261
营业利润率	14.1%	12.2%	13.3%	12.2%	13.0%	14.4%
营业外收支	250	447	169	180	200	220
税前利润	1,401	1,661	1,826	2,043	2,611	3,481
利润率	17.2%	16.7%	14.7%	13.4%	14.1%	15.4%
所得税	-373	-411	-474	-511	-653	-870
所得税率	26.6%	24.7%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,028	1,250	1,352	1,532	1,958	2,611
少数股东损益	-19	1	26	25	25	25
归属于母公司的净利润	1,047	1,249	1,326	1,507	1,933	2,586
净利率	12.8%	12.6%	10.7%	9.9%	10.4%	11.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,028	1,250	1,352	1,532	1,958	2,611
非现金支出	287	426	642	848	1,072	1,364
非经营收益	284	174	233	-235	-276	-454
营运资金变动	337	122	468	36	199	244
经营活动现金净流	1,936	1,972	2,695	2,182	2,953	3,765
资本开支	-4,638	-3,457	-3,186	-2,848	-3,904	-4,906
投资	-39	-92	-28	-1	0	0
其他	0	-20	5	350	400	450
投资活动现金净流	-4,677	-3,569	-3,209	-2,499	-3,504	-4,456
股权募资	760	3,342	5	0	0	0
债权募资	3,053	-683	1,343	1,004	1,500	1,585
其他	-565	-568	-456	-745	-917	-971
筹资活动现金净流	3,248	2,091	892	259	583	614
现金净流量	507	494	378	-58	32	-77

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,287	1,689	2,103	2,045	2,077	2,000
应收款项	1,290	1,320	1,314	1,581	1,926	2,354
存货	44	68	90	98	118	142
其他流动资产	160	697	466	508	571	649
流动资产	2,781	3,773	3,973	4,231	4,692	5,145
%总资产	20.7%	21.7%	19.6%	18.7%	17.9%	16.9%
长期投资	9	97	165	166	165	165
固定资产	9,762	12,819	15,262	17,634	20,778	24,630
%总资产	72.8%	73.9%	75.4%	77.8%	79.4%	81.1%
无形资产	556	624	758	620	509	420
非流动资产	10,623	13,584	16,264	18,448	21,480	25,243
%总资产	79.3%	78.3%	80.4%	81.3%	82.1%	83.1%
资产总计	13,405	17,357	20,237	22,679	26,172	30,389
短期借款	4,409	3,788	3,071	500	500	585
应付款项	1,410	1,749	1,842	2,112	2,557	3,106
其他流动负债	457	545	769	854	1,037	1,265
流动负债	6,276	6,081	5,682	3,466	4,094	4,955
长期贷款	2,981	2,919	4,996	8,496	9,996	11,496
其他长期负债	684	623	775	850	850	850
负债	9,941	9,622	11,453	12,813	14,941	17,301
普通股股东权益	3,365	7,628	8,650	9,708	11,048	12,879
少数股东权益	98	107	133	158	183	208
负债股东权益合计	13,405	17,357	20,237	22,679	26,172	30,389

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.922	0.973	0.738	0.839	1.076	1.439
每股净资产	2.962	5.943	4.814	5.402	6.148	7.167
每股经营现金净流	1.704	1.536	1.500	1.214	1.643	2.095
每股股利	0.600	0.500	0.228	0.250	0.330	0.420
回报率						
净资产收益率	31.12%	16.37%	15.32%	15.52%	17.50%	20.08%
总资产收益率	7.81%	7.20%	6.55%	6.64%	7.39%	8.51%
投入资本收益率	9.44%	7.27%	7.08%	7.01%	7.91%	8.90%
增长率						
主营业务收入增长率	22.74%	21.70%	25.01%	22.57%	21.81%	22.24%
EBIT 增长率	152.14%	-0.01%	15.42%	9.39%	30.05%	30.28%
净利润增长率	144.87%	19.27%	6.13%	13.68%	28.27%	33.78%
总资产增长率	68.99%	29.49%	16.59%	12.07%	15.40%	16.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.8	8.2	7.1	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	2.4	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转天数	30.1	30.6	32.2	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	241.3	288.3	330.5	321.8	322.2	322.4
偿债能力						
净负债/股东权益	176.24%	64.87%	67.91%	70.46%	74.97%	77.03%
EBIT 利息保障倍数	5.2	7.8	6.0	7.1	8.2	17.1
资产负债率	74.16%	55.44%	56.60%	56.50%	57.09%	56.93%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	4	7	8	14
增持	3	3	4	5	12
中性	0	3	3	3	4
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.90	1.71	1.69	1.67

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	2016-05-05	买入	31.88	34.00~35.00
2	2016-08-28	买入	27.70	N/A
3	2017-04-18	买入	22.63	N/A
4	2017-05-02	买入	22.36	N/A
5	2017-08-30	买入	14.96	N/A
6	2018-04-17	买入	15.00	N/A

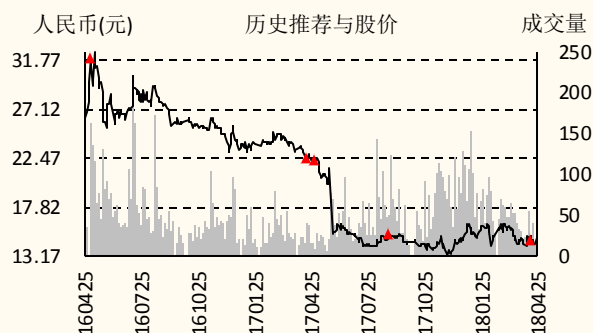
来源：国金证券研究所

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


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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH