

吉祥航空 (603885)

证券研究报告

2018年04月26日

非油成本显著改善，一季报超预期

事件

吉祥航空披露一季报，营业收入 36.09 亿，同比增长 15.9%，实现归母净利润 4.33 亿，同比增长 2.9%，扣非归母净利润 4.08 亿，同比增长 22.3%。

客公里收益提高，客座率有所下滑，座收同比微升

一季度公司实现 ASK87.1 亿，同比增长 15.4%，RPK74.5 亿，同比增长 12.4%，旅客运输量 450.7 万人次，同比增长 15.1%，客座率 85.5%，同比下降 2.4pct。鉴于公司客运收入占营业收入的比重长期稳定在略超 97%的水平，可见单位收益水平提高约 3 个百分点，座收同比略有提升。

成本端明显改善，单位非油成本显著下降

公司营业成本 28.46 亿元，同比仅提高 16.2%，略高于 ASK 增速。一季度航空煤油出厂价格三个月均价同比上涨 13%，单位 ASK 非油成本降幅可能超过 3 个百分点，我们认为可能有以下两点原因，第一，公司购买商品、接受劳务支付的现金项目增速为 24%，扣除油价及预付燃油款增加影响，实际非油成本支出升幅确实不明显，但反观去年同期同项目因飞机租金，发动机大修集中发生增速达到 61%，高基数可能导致单位扣油成本下降；第二，人民币对美元升值造成部分非油成本等比例降低也可能导致单位非油成本降低。受其影响，单季毛利率为 21.15%，同比仅微降 0.18pct。

费用水平略有提高，业绩仍超预期

一季度公司销售、管理费用管控优化，销售、管理费用率分别为 4.10%、2.63%，同比分别下降 0.30pct、0.31pct，但由于 2017 年快速扩张导致利息支出加大，财务费用为 3733 万元，财务费用率为 1.03%，同比提高 1.45pct。即便如此，收益品质的坚挺及非油成本端的显著优化，公司净利润率为 12.13%，仅下降 1.75pct，业绩仍超市场预期。

行业供需改善叠加票价改革，公司定将显著受益

我们认为 2018 年我国民航机队增速同比明显放缓、枢纽机场时刻收紧将显著改善行业供需格局，此外，票价管制放松进程已经启动，全民航价格上行是大概率事件。票价放松实施后，公司当前理论上可上调 11 条航线经济舱全价票价，且由于公司国内航线与东航重合度相对较高，在很大程度上将受益于东航在相关航线提价带来的价格中枢的上移，看好运价回升。

投资建议

预计 2018-2019 年公司营业收入为 148.9 亿、183.5 亿，同比分别增长 20.0%、23.3%，归母净利润分别为 15.7 亿、20.6 亿，同比分别增长 18.1%、31.3%，EPS 分别为 0.87 元、1.14 元，维持“买入”评级及目标价 18 元，目标价对应 2018-2019 年 EPS 的 PE 估值分别为 20.7X、15.8X。

风险提示：宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,928.49	12,411.69	14,888.44	18,351.09	22,280.41
增长率(%)	21.70	25.01	19.95	23.26	21.41
EBITDA(百万元)	1,822.00	2,262.26	2,842.79	3,909.27	4,973.46
净利润(百万元)	1,249.07	1,325.63	1,565.78	2,056.10	2,561.55
增长率(%)	19.27	6.13	18.12	31.31	24.58
EPS(元/股)	0.70	0.74	0.87	1.14	1.43
市盈率(P/E)	21.57	20.32	17.20	13.10	10.52
市净率(P/B)	3.53	3.11	2.79	2.42	2.08
市销率(P/S)	2.71	2.17	1.81	1.47	1.21
EV/EBITDA	18.62	14.44	12.45	9.56	7.84

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	买入 (维持评级)
当前价格	14.99 元
目标价格	18 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,797.01
流通 A 股股本(百万股)	537.01
A 股总市值(百万元)	26,937.23
流通 A 股市值(百万元)	8,049.83
每股净资产(元)	5.05
资产负债率(%)	55.76
一年内最高/最低(元)	23.49/13.11

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《吉祥航空-年报点评报告:经营业绩再创新高，国际市场即将振翅翱翔》 2018-04-17
- 2 《吉祥航空-季报点评:三季度业绩提升 11.7%，继续看好长期成长空间》 2017-10-25
- 3 《吉祥航空-半年报点评:中报表现符合预期，看好长期成长空间》 2017-08-29



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,688.80	2,102.97	2,679.92	3,119.68	3,564.87
应收账款	1,319.65	1,314.32	2,186.12	2,223.24	3,018.84
预付账款	223.88	247.32	221.92	297.40	450.28
存货	67.66	89.75	75.13	115.29	123.21
其他	473.10	218.57	171.05	181.66	196.97
流动资产合计	3,773.09	3,972.93	5,334.14	5,937.28	7,354.18
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	7,842.91	11,238.61	15,806.37	19,681.95	23,246.48
在建工程	4,975.68	4,023.38	3,806.00	3,661.70	3,357.69
无形资产	23.07	101.28	95.60	89.38	82.62
其他	742.70	900.72	1,005.62	1,099.19	1,192.29
非流动资产合计	13,584.36	16,263.98	20,713.58	24,532.21	27,879.08
资产总计	17,357.46	20,236.91	26,047.72	30,469.49	35,233.25
短期借款	2,761.82	2,490.08	5,678.35	7,770.37	9,786.10
应付账款	951.49	1,180.14	1,368.17	1,763.61	1,988.16
其他	2,367.64	2,012.23	2,669.59	2,874.23	3,371.94
流动负债合计	6,080.94	5,682.44	9,716.11	12,408.21	15,146.21
长期借款	2,918.52	4,996.47	5,605.87	5,894.38	6,059.76
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	622.91	774.52	920.32	879.45	911.02
非流动负债合计	3,541.43	5,770.99	6,526.19	6,773.83	6,970.78
负债合计	9,622.37	11,453.43	16,242.30	19,182.04	22,116.98
少数股东权益	106.80	133.22	141.41	157.57	188.68
股本	1,283.58	1,797.01	1,797.01	1,797.01	1,797.01
资本公积	3,752.72	3,242.36	3,175.29	3,201.89	3,206.51
留存收益	6,343.64	6,838.02	7,867.00	9,332.87	11,130.58
其他	(3,751.66)	(3,227.14)	(3,175.29)	(3,201.89)	(3,206.51)
股东权益合计	7,735.08	8,783.48	9,805.42	11,287.45	13,116.27
负债和股东权益总	17,357.46	20,236.91	26,047.72	30,469.49	35,233.25

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,249.79	1,351.93	1,565.78	2,056.10	2,561.55
折旧摊销	483.56	705.30	826.73	1,134.49	1,442.11
财务费用	202.48	291.15	340.84	456.77	541.37
投资损失	4.55	(15.11)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	358.32	684.40	(101.22)	220.87	(256.36)
其它	(271.43)	(256.32)	8.18	16.16	31.11
经营活动现金流	2,027.27	2,761.35	2,630.32	3,874.39	4,309.78
资本支出	3,548.17	3,009.05	5,025.63	4,900.42	4,664.30
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(7,117.12)	(6,218.27)	(10,126.00)	(9,777.57)	(9,355.79)
投资活动现金流	(3,568.95)	(3,209.22)	(5,100.37)	(4,877.15)	(4,691.49)
债权融资	6,706.32	8,067.65	12,007.52	14,497.05	16,629.16
股权融资	3,155.16	(251.54)	(423.13)	(430.17)	(536.75)
其他	(7,753.00)	(6,927.31)	(8,537.38)	(12,624.35)	(15,265.52)
筹资活动现金流	2,108.48	888.80	3,047.01	1,442.53	826.89
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	566.80	440.93	576.95	439.77	445.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,928.49	12,411.69	14,888.44	18,351.09	22,280.41
营业成本	7,740.36	9,858.80	11,731.02	14,163.43	17,035.86
营业税金及附加	19.34	25.90	29.78	38.54	44.56
营业费用	460.83	532.05	655.09	807.45	980.34
管理费用	312.08	383.73	467.50	576.22	699.60
财务费用	179.84	268.77	340.84	456.77	541.37
资产减值损失	(2.18)	3.10	(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	(4.55)	15.11	10.00	10.00	10.00
其他	9.11	(332.67)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营业利润	1,213.66	1,656.89	1,675.22	2,318.01	2,989.98
营业外收入	448.72	171.65	425.00	447.00	469.00
营业外支出	1.69	2.25	1.60	2.00	2.10
利润总额	1,660.69	1,826.29	2,098.62	2,763.01	3,456.88
所得税	410.90	474.36	524.66	690.75	864.22
净利润	1,249.79	1,351.93	1,573.97	2,072.26	2,592.66
少数股东损益	0.71	26.30	8.18	16.16	31.11
归属于母公司净利润	1,249.07	1,325.63	1,565.78	2,056.10	2,561.55
每股收益(元)	0.70	0.74	0.87	1.14	1.43

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	21.70%	25.01%	19.95%	23.26%	21.41%
营业利润	5.44%	36.52%	1.11%	38.37%	28.99%
归属于母公司净利润	19.27%	6.13%	18.12%	31.31%	24.58%
获利能力					
毛利率	22.04%	20.57%	21.21%	22.82%	23.54%
净利率	12.58%	10.68%	10.52%	11.20%	11.50%
ROE	16.37%	15.32%	16.20%	18.47%	19.81%
ROIC	12.03%	12.25%	10.92%	11.49%	12.29%
偿债能力					
资产负债率	55.44%	56.60%	62.36%	62.95%	62.77%
净负债率	16.35%	13.97%	13.08%	13.78%	11.93%
流动比率	0.62	0.70	0.55	0.48	0.49
速动比率	0.61	0.68	0.54	0.47	0.48
营运能力					
应收账款周转率	7.61	9.42	8.51	8.32	8.50
存货周转率	177.33	157.69	180.59	192.74	186.84
总资产周转率	0.65	0.66	0.64	0.65	0.68
每股指标(元)					
每股收益	0.70	0.74	0.87	1.14	1.43
每股经营现金流	1.13	1.54	1.46	2.16	2.40
每股净资产	4.24	4.81	5.38	6.19	7.19
估值比率					
市盈率	21.57	20.32	17.20	13.10	10.52
市净率	3.53	3.11	2.79	2.42	2.08
EV/EBITDA	18.62	14.44	12.45	9.56	7.84
EV/EBIT	24.34	20.13	17.55	13.46	11.04

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 37 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com