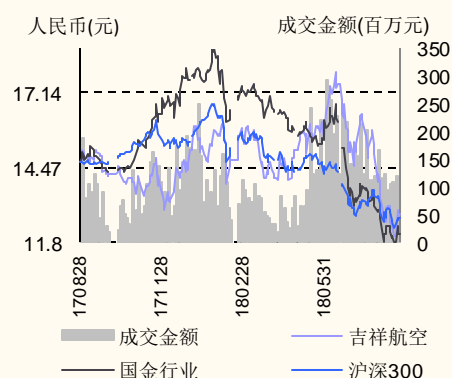


吉祥航空 (603885.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.85 元
 目标价格 (人民币): 20.00-22.00 元
 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 1,797.01
 总市值 (百万元) 23,091.62
 年内股价最高最低 (元) 17.86/12.06
 沪深 300 指数 3325.34
 上证指数 2729.43



相关报告

- 《成长性突出，受益于提价-2018-07-08 公司深度研究》，2018.7.9
- 《提价策略显成效，期待宽体机提供新增长点-吉祥航空公司点评》，2018.4.26
- 《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
- 《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

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

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

Q2 收益水平提升明显，成本上升业绩微降

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	0.795	1.042	1.289
每股净资产 (元)	5.94	4.81	5.36	6.07	6.94
每股经营性现金流 (元)	1.54	1.50	1.19	1.73	2.10
市盈率 (倍)	23.94	20.73	16.17	12.33	9.97
净利润增长率 (%)	19.27%	6.13%	7.72%	31.14%	23.69%
净资产收益率 (%)	16.37%	15.32%	14.83%	17.17%	18.58%
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 2018H1 营业收入 69.3 亿，同比增长 18.3%；归母净利润 6.2 亿，同比下降 1.1%，基本每股收益 0.34 元，业绩符合预期。

经营分析

- ASK 增速下滑，票价提升弥补营收增速：**2018H1 受到主基地上海两场时刻紧张影响，公司 ASK 同增 13.5%（国内 13.7%/国际 11.5%），相比 2017 年同期下滑 9.9pct，ASK 增速下滑使得 RPK 同增 11.8%（国内 11.2%/国际 14.4%），相比 2017 年同期下滑 13.1pct，客座率 85.8%，同降 1.3pct。量增速的下滑通过价升有所弥补。我们测算 2018H1 公司单位座公里收益同增 4.2%，其中 Q2 单季增速为 8.4%，推动公司 Q2 单季营收增速回升至 20.9%。我们预计 Q3 暑运旺季公司供给将进一步收缩，票价弹性将进一步显现，营收增速维持。
- 单位飞行小时下降，单位成本有所上升：**公司 2018H1 营业成本 57.5 亿，同增 21.4%，毛利率 17.0%，同降 2.1pct，单位客公里成本同增 6.9%。其中航油成本 18.1 亿，同增 29.4%，单位客公里航油成本同增 14.0%，主要是因为本期航空煤油出厂价平均涨幅 19.5%，同时单位吨公里耗油量同比上升 0.9%。另外伴随公司航线网络的扩大，飞机日利用率同比下降 0.33 小时，并且起降费提升，使得单位非油成本同增 4.0%。目前公司运营 83 架飞机，下半年开始将陆续引进 10 架 B787，在扩大航线范围提供业绩增量的同时，宽体机的投向以及新增运营成本能否覆盖需要关注。
- 上海两场提价动力强，参与东航定增强强联合：**目前上海两场时刻紧张，2018H1 吞吐量同增仅 6.1%，供给受限，提供提价基础。2018 年 7 月，吉祥航空及其大股东均瑶集团将共认购东航 13.4 亿 A 股和 5.3 亿港股定增。东航与吉祥在上海两场市占率预计超过 50%，此次定增结成战略合作关系，吉祥有望通过代码共享、提供中转衔接等方式，在航线方面取长补短，提升运营效率，改善上海市场运营环境，获得更稳定的收益。

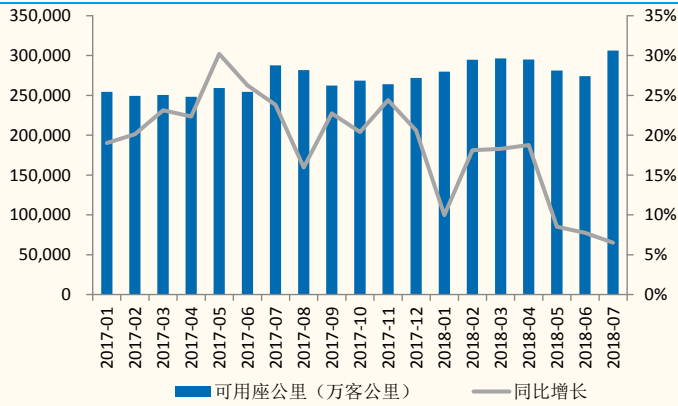
投资建议

- 参股东航混改+差异化战略打造公司核心竞争优势。2018 年下半年公司宽体机的引进以及九元航空国际航线开放成为公司未来业绩增长点。预测公司 2018-2020 年的 EPS 为 0.80 /1.04/1.29 元，对应 PE 分别为 16 倍/12 倍/10 倍，给予目标价 20-22 元，维持“买入”评级。

风险提示

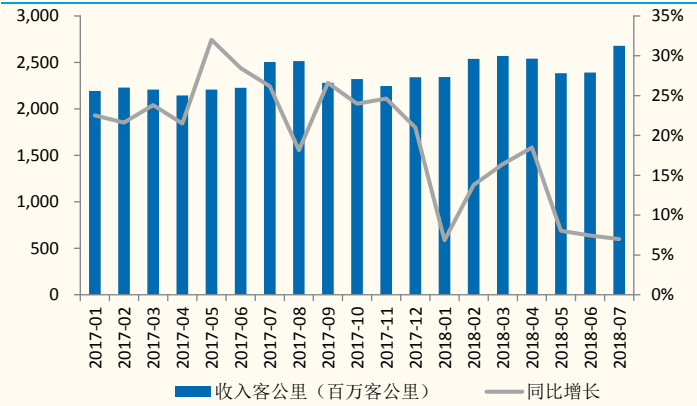
- 油价上涨超预期，人民币贬值超预期，安全事故突发。

图表 1: 吉祥航空 ASK 及其增速



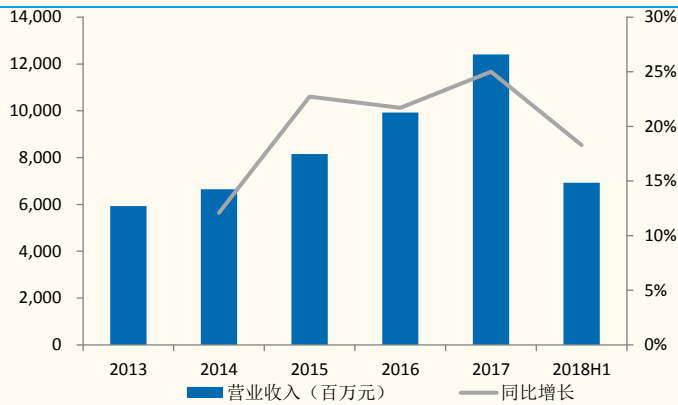
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 2: 吉祥航空 RPK 及其增速



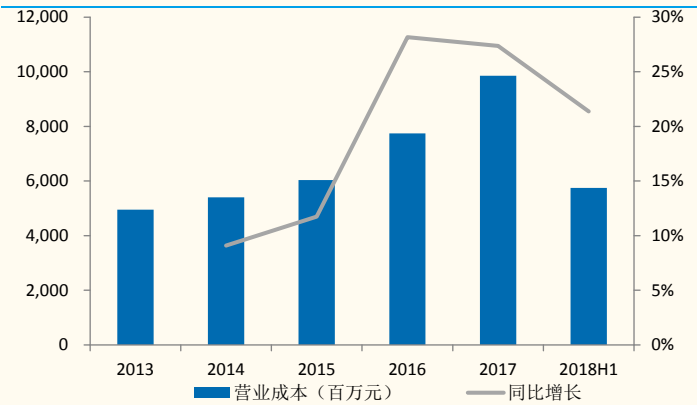
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 3: 吉祥航空营业收入及其增速



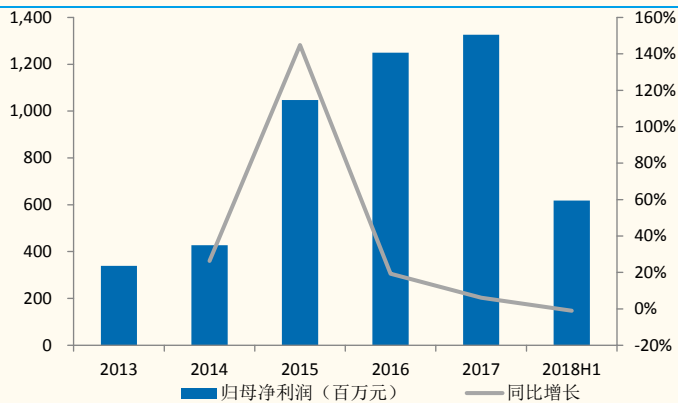
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 4: 吉祥航空营业成本及其增速



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 5: 吉祥航空归母净利润及其增速



来源: 公司公告、国金证券研究所

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	15,283	18,644	22,430
增长率		21.7%	25.0%	23.1%	22.0%	20.3%
主营业务成本	-6,039	-7,740	-9,859	-12,429	-14,938	-17,953
%销售收入	74.0%	78.0%	79.4%	81.3%	80.1%	80.0%
毛利	2,119	2,188	2,553	2,854	3,707	4,478
%销售收入	26.0%	22.0%	20.6%	18.7%	19.9%	20.0%
营业税金及附加	-18	-19	-26	-31	-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	-688	-839	-1,009
%销售收入	5.3%	4.6%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-269	-312	-384	-458	-559	-673
%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	1,677	2,271	2,750
%销售收入	17.1%	14.1%	13.0%	11.0%	12.2%	12.3%
财务费用	-268	-180	-269	-237	-290	-228
%销售收入	3.3%	1.8%	2.2%	1.5%	1.6%	1.0%
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%	18.1%	15.8%	14.4%
营业利润	1,151	1,214	1,657	1,787	2,380	2,972
营业利润率	14.1%	12.2%	13.3%	11.7%	12.8%	13.2%
营业外收支	250	447	169	150	150	150
税前利润	1,401	1,661	1,826	1,937	2,530	3,122
利润率	17.2%	16.7%	14.7%	12.7%	13.6%	13.9%
所得税	-373	-411	-474	-484	-633	-780
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	1,453	1,898	2,341
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	1,428	1,873	2,316
净利率	12.8%	12.6%	10.7%	9.3%	10.0%	10.3%

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	1,453	1,898	2,341
非现金支出	287	426	642	842	1,067	1,359
非经营收益	284	174	233	-213	-213	-324
营运资金变动	337	122	468	50	350	393
经营活动现金净流	1,936	1,972	2,695	2,131	3,101	3,770
资本开支	-4,638	-3,457	-3,186	-3,039	-4,085	-5,084
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	-2,690	-3,685	-4,634
股权募资	760	3,342	5	0	0	0
债权募资	3,053	-683	1,343	1,392	1,614	1,944
其他	-565	-568	-456	-737	-930	-1,031
筹资活动现金净流	3,248	2,091	892	656	684	914
现金净流量	507	494	378	97	100	50

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2,200	2,300	2,350
应收款项	1,290	1,320	1,314	1,588	1,784	2,024
存货	44	68	90	99	119	143
其他流动资产	160	697	466	512	574	650
流动资产	2,781	3,773	3,973	4,399	4,777	5,166
%总资产	20.7%	21.7%	19.6%	19.1%	18.0%	16.8%
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%	76.6%	78.2%	79.9%
无形资产	556	624	758	787	813	836
非流动资产	10,623	13,584	16,264	18,615	21,784	25,659
%总资产	79.3%	78.3%	80.4%	80.9%	82.0%	83.2%
资产总计	13,405	17,357	20,237	23,013	26,561	30,825
短期借款	4,409	3,788	3,071	3,388	3,752	4,197
应付款项	1,410	1,749	1,842	2,132	2,576	3,097
其他流动负债	457	545	769	860	1,045	1,256
流动负债	6,276	6,081	5,682	6,380	7,373	8,550
长期贷款	2,981	2,919	4,996	5,996	7,246	8,746
其他长期负债	684	623	775	850	850	850
负债	9,941	9,622	11,453	13,226	15,469	18,147
普通股股东权益	3,365	7,628	8,650	9,629	10,909	12,470
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	23,013	26,561	30,825

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.922	0.973	0.738	0.795	1.042	1.289
每股净资产	2.962	5.943	4.814	5.358	6.070	6.939
每股经营现金净流	1.704	1.536	1.500	1.186	1.726	2.098
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%	14.83%	17.17%	18.58%
总资产收益率	7.81%	7.20%	6.55%	6.21%	7.05%	7.51%
投入资本收益率	9.44%	7.27%	7.08%	6.56%	7.71%	8.05%
增长率						
主营业务收入增长率	22.74%	21.70%	25.01%	23.14%	21.99%	20.30%
EBIT增长率	152.14%	-0.01%	15.42%	4.09%	35.42%	21.10%
净利润增长率	144.87%	19.27%	6.13%	7.72%	31.14%	23.69%
总资产增长率	68.99%	29.49%	16.59%	13.72%	15.42%	16.05%
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	320.3	320.2	325.6
偿债能力						
净负债/股东权益	176.24%	64.87%	67.91%	73.41%	78.42%	83.55%
EBIT利息保障倍数	5.2	7.8	6.0	7.1	7.8	12.1
资产负债率	74.16%	55.44%	56.60%	57.47%	58.24%	58.87%

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	0	7	8	19
增持	0	1	2	3	10
中性	1	1	2	2	5
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	2.50	1.55	1.54	1.59

来源：朝阳永续

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。

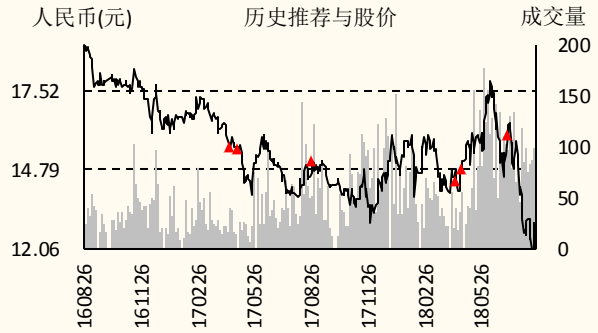
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-28	买入	27.70	N/A
2	2017-04-18	买入	22.63	N/A
3	2017-05-02	买入	22.36	N/A
4	2017-08-30	买入	14.96	N/A
5	2018-04-17	买入	15.00	N/A
6	2018-04-26	买入	14.99	N/A
7	2018-07-09	买入	15.34	20.00~22.00

来源：国金证券研究所



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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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