

吉祥航空 (603885)

证券研究报告

2019年04月12日

成本短暂阵痛期，未来扩张提速修复成长性

事件

吉祥航空披露 2018 年年报，实现营业收入 143.7 亿，同比增长 15.8%，实现归母净利润 12.3 亿，同比下降 7%。

全年收益品质改善明显，业务量放缓但收入保持两位数增长

因时刻收紧及宽体机集中于年底交付，2018 年公司业务量增速相比 2017 年明显放缓，ASK 增速 10.4%，增速同比下降 11.9pct；RPK 增速 9.5%，增速同比下降 14.5pct，客座率 86.2%，同比下降 0.7pct。得益于上海市场的强劲需求以及民航时刻收紧叠加运价改革带来的刺激效应，公司全年客公里收益明显提高 5.9%至 0.4657 元，拉动收入增长保持两位数。细分市场上，国内方面，公司单位运价有 4 个百分点左右的升幅；国际方面，得益于日本航线的大幅升温，公司国际线单位收入大幅提高 20%以上。单就四季度而言，公司引入 B787 客机明显改善收益品质，年报显示 B787 飞机 RPPK 为 0.6 元，显著高于 0.4657 元的平均运价水平。在其他航司收益品质增幅显著收窄的四季度，公司单位运价水平改善幅度依旧较大。

成本阵痛期，四季度单位非油成本显著增加

引入 B787 客机后，由于暂时只能执飞国内航线，利用率较低。年报显示公司 B787 飞机日利用小时数仅为 8.71 小时，而同期国航、南航、东航 B787 系列飞机日利用小时数分别为 11.6 小时、11.8 小时和 9.3 小时，差异显著，运力创造能力释放受阻，单位非油成本大幅提升。我们测算公司四季度单位非油成本 0.2519 元，同比大增 23.2%，全年单位非油成本 0.2372 元，同比提高 6.9%。同时因油价同比大增，纵使收益品质改善，公司毛利润水平仍有所下降，为 15.02%，同比下降 5.55pct。

费用水平小幅下降，补贴明显提升，业绩略低于预期

公司 2018 年费用水平小幅下降，销售、管理费用率分别为 4.16%，2.94%，同比分别下降 0.13pct、0.15pct，财务费用方面，不同于三大航 2018 年录得显著的汇兑损失，公司汇兑敏感性基本呈中性，全年汇兑收益 1432 万，同比提高 2000 万元，财务费用率 1.90%，同比下降 0.27pct。其他方面，因转让租赁公司股权获得投资收益，公司全年投资收益 1.96 亿，同比提高 1.91 亿元，而得益于补贴额度的加大，公司其他收益 4.54 亿，同比提高 1.94 亿。整体来看，受制于油价大涨及 B787 集中于年底引进带来的成本阵痛，公司业绩略低于预期。

投资建议

经历了 2018 年业务量的短暂放缓后，公司拟再度提高发展速度，计划于 2019-2021 年分别引进 13、20、20 架飞机，如不考虑退出，机队增速分别为 14.4%、19.4%、16.3%。时刻方面，公司 19 年夏秋季时刻增量达到 16.9%，基本与运力增速匹配，预计其运量或持续快速增长。目前 B737MAX 飞机全面停飞，后续供给缺口持续扩大，运价向上弹性酝酿，公司旗下飞机仅有一架涉事机型，停场增量成本较小，且随着国际长航线的开辟，宽体机利用效率提升将有效缓解成本压力，同时公司拟与东航交叉持股，整固上海市场，后续油价汇率同比优势逐步显现，持续看好公司业绩前景。维持“买入”评级，考虑到相比前次报告市场环境大幅转暖，且公司业务量增速恢复或带来估值修复提升的逻辑，根据近三年 23.55 倍的动态估值中枢，同时考虑到按照最大股本数增发或摊薄 EPS8.6%，自 15.3 元上调目标价 19.6%至 18.30 元，对应 2019 年摊薄后 EPS 的 PE 估值 25.55X，继续推荐。

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,411.69	14,366.17	16,845.92	20,451.83	24,601.35
增长率(%)	25.01	15.75	17.26	21.41	20.29
EBITDA(百万元)	2,262.26	2,007.98	2,550.01	3,313.97	4,058.59
净利润(百万元)	1,325.63	1,232.93	1,534.05	1,914.51	2,305.56
增长率(%)	6.13	(6.99)	24.42	24.80	20.43
EPS(元/股)	0.74	0.69	0.85	1.07	1.28
市盈率(P/E)	20.85	22.42	18.02	14.44	11.99
市净率(P/B)	3.20	2.93	2.52	2.15	1.82
市销率(P/S)	2.23	1.92	1.64	1.35	1.12
EV/EBITDA	14.44	13.62	12.80	10.49	8.14

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	15.38 元
目标价格	18.3 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)	1,797.01
A 股总市值(百万元)	27,638.07
流通 A 股市值(百万元)	27,638.07
每股净资产(元)	5.25
资产负债率(%)	55.25
一年内最高/最低(元)	18.40/10.64

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110516110002
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110518110001
zengfanzhe@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《吉祥航空-季报点评:顶住油价压力业绩仍增长，投资收益锦上添花》 2018-10-18
- 《吉祥航空-半年报点评:中报业绩基本持平，市场应更关注乐观的一面》 2018-08-25
- 《吉祥航空-季报点评:非油成本显著改善，一季报超预期》 2018-04-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,102.97	1,824.58	3,032.27	3,476.81	3,936.22
应收账款	1,314.32	2,398.02	1,562.64	3,351.48	2,436.68
预付账款	247.32	524.94	256.13	684.89	444.14
存货	89.75	144.21	129.16	200.20	194.96
其他	218.57	426.16	382.51	397.46	418.69
流动资产合计	3,972.93	5,317.90	5,362.71	8,110.83	7,430.68
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	11,238.61	9,835.22	13,597.90	16,567.28	19,474.76
在建工程	4,023.38	5,063.75	4,482.24	4,135.07	3,689.05
无形资产	101.28	110.59	103.57	96.00	87.90
其他	900.72	1,127.59	1,166.14	1,199.64	1,250.73
非流动资产合计	16,263.98	16,137.14	19,349.84	21,997.99	24,502.44
资产总计	20,236.91	21,455.05	24,712.55	30,108.82	31,933.12
短期借款	2,490.08	4,586.48	6,056.66	8,051.35	8,332.45
应付账款	1,180.14	1,370.02	1,576.95	2,039.41	2,281.38
其他	2,012.23	2,638.34	2,465.90	2,891.74	3,082.45
流动负债合计	5,682.44	8,594.84	10,099.51	12,982.51	13,696.28
长期借款	4,996.47	2,022.88	2,265.79	2,739.78	1,318.81
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	774.52	1,236.94	1,220.20	1,324.50	1,542.50
非流动负债合计	5,770.99	3,259.82	3,485.99	4,064.28	2,861.31
负债合计	11,453.43	11,854.66	13,585.50	17,046.79	16,557.59
少数股东权益	133.22	171.42	179.44	189.06	200.64
股本	1,797.01	1,797.01	1,797.01	1,797.01	1,797.01
资本公积	3,242.36	3,208.44	3,197.68	3,208.53	3,204.88
留存收益	6,838.02	7,627.31	9,150.60	11,075.96	13,377.88
其他	(3,227.14)	(3,203.80)	(3,197.68)	(3,208.53)	(3,204.88)
股东权益合计	8,783.48	9,600.38	11,127.05	13,062.03	15,375.53
负债和股东权益总	20,236.91	21,455.05	24,712.55	30,108.82	31,933.12

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,351.93	1,239.59	1,534.05	1,914.51	2,305.56
折旧摊销	705.30	767.00	997.29	1,256.90	1,529.51
财务费用	291.15	298.80	162.03	218.55	228.45
投资损失	(15.11)	(196.06)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	684.40	164.65	1,439.07	(1,437.70)	1,790.74
其它	(256.32)	(325.07)	(15.55)	13.55	16.82
经营活动现金流	2,761.35	1,948.91	4,101.88	1,950.82	5,856.08
资本支出	3,009.05	(132.99)	4,188.17	3,767.25	3,764.87
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(6,218.27)	(4,396.64)	(8,296.87)	(7,643.51)	(7,740.57)
投资活动现金流	(3,209.22)	(4,529.64)	(4,108.70)	(3,876.26)	(3,975.70)
债权融资	8,067.65	7,650.68	9,045.75	11,623.44	10,434.55
股权融资	(251.54)	(314.36)	(177.43)	(207.71)	(232.09)
其他	(6,927.31)	(5,277.07)	(7,653.81)	(9,045.75)	(11,623.44)
筹资活动现金流	888.80	2,059.25	1,214.51	2,369.98	(1,420.97)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	440.93	(521.48)	1,207.69	444.54	459.41

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,411.69	14,366.17	16,845.92	20,451.83	24,601.35
营业成本	9,858.80	12,208.01	14,059.25	16,938.45	20,322.52
营业税金及附加	25.90	12.27	33.69	42.95	49.20
营业费用	532.05	598.29	690.68	838.52	1,008.66
管理费用	383.73	415.52	502.01	593.10	713.44
财务费用	268.77	272.99	162.03	218.55	228.45
资产减值损失	3.10	4.43	(1.01)	0.66	(1.30)
公允价值变动收益	0.00	1.15	(23.57)	3.93	5.24
投资净收益	15.11	196.06	15.00	15.00	15.00
其他	(332.67)	(883.87)	17.15	(37.86)	(40.48)
营业利润	1,656.89	1,541.31	1,390.69	1,838.51	2,300.63
营业外收入	171.65	152.51	667.00	729.00	791.00
营业外支出	2.25	1.31	1.60	2.00	2.10
利润总额	1,826.29	1,692.51	2,056.09	2,565.51	3,089.53
所得税	474.36	452.92	514.02	641.38	772.38
净利润	1,351.93	1,239.59	1,542.07	1,924.13	2,317.15
少数股东损益	26.30	6.66	8.02	9.62	11.59
归属于母公司净利润	1,325.63	1,232.93	1,534.05	1,914.51	2,305.56
每股收益(元)	0.74	0.69	0.85	1.07	1.28

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	25.01%	15.75%	17.26%	21.41%	20.29%
营业利润	36.52%	-6.98%	-9.77%	32.20%	25.14%
归属于母公司净利润	6.13%	-6.99%	24.42%	24.80%	20.43%
获利能力					
毛利率	20.57%	15.02%	16.54%	17.18%	17.39%
净利率	10.68%	8.58%	9.11%	9.36%	9.37%
ROE	15.32%	13.08%	14.01%	14.87%	15.19%
ROIC	12.25%	9.60%	8.16%	9.67%	9.49%
偿债能力					
资产负债率	56.60%	55.25%	54.97%	56.62%	51.85%
净负债率	13.97%	13.36%	21.38%	11.54%	12.66%
流动比率	0.70	0.62	0.53	0.62	0.54
速动比率	0.68	0.60	0.52	0.61	0.53
营运能力					
应收账款周转率	9.42	7.74	8.51	8.32	8.50
存货周转率	157.69	122.80	123.24	124.19	124.51
总资产周转率	0.66	0.69	0.73	0.75	0.79
每股指标(元)					
每股收益	0.74	0.69	0.85	1.07	1.28
每股经营现金流	1.54	1.08	2.28	1.09	3.26
每股净资产	4.81	5.25	6.09	7.16	8.44
估值比率					
市盈率	20.85	22.42	18.02	14.44	11.99
市净率	3.20	2.93	2.52	2.15	1.82
EV/EBITDA	14.44	13.62	12.80	10.49	8.14
EV/EBIT	20.13	20.64	21.02	16.89	13.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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