

吉祥航空 (603885)

证券研究报告

2019年09月01日

收益品质稳中有升，二季度成本压力显著缓解

事件

吉祥航空披露 2019 年中报，上半年营业收入 80.61 亿，同比增长 16.32%，实现归母净利润 5.79 亿，同比下降 6.4%。二季度实现营业收入 39.3 亿，同比增长 18.3%，实现归母净利润 1.78 亿，同比下降 4%，降幅环比一季度有所收窄。

业务量增长，收益品质稳中有升，营收增速超 15%

上半年在机队规模扩张，B787 宽体客机数量达到 4 架，公司实现 ASK 增速 16.8%，RPK 增速 15.5%，客座率 85.38%，同比下降 0.41pct。收益品质稳中有升，不考虑剥离华瑞租赁并表范围缩小的影响，上半年单位 RPK 营业收入 0.4726 元，同比上升 0.7%。在量价齐升的共同刺激下，公司营收增速超 15%，其中二季度达到 18.3%。

B787 利用率提高，成本压力显著缓解

上半年单位油价基本与去年持平，公司航油成本 21.26 亿，同比增长 17.5%，基本与业务量增长相近。非油成本方面，上半年 B787 客机利用率显著提高，日利用小时数达到 11.57 小时，远高于去年全年 8.71 小时的日利用率水平，因此不同于去年四季度超 20% 的增长，公司上半年单位 ASK 非油成本 0.2389 元，同比提高 4.3%，其中二季度为 0.2397 元，同比升幅收窄至 2.2%，成本压力显著缓解。随着 B787 开始执飞洲际航线，飞机利用率有望进一步提高，预计下半年公司单位非油成本水平将不断优化。

财务费用上升导致费用水平有所提高，业绩微降基本符合预期

上半年公司销售费用率 3.84%，同比下降 0.31pct，管理（含研发）费用率 2.79%，同比上升 0.16pct，由于引进飞机导致借款规模扩大，公司财务费用率 1.76%，同比上升 0.58pct。考虑到下半年再融资资金有望落地，财务成本压力有望缓解。补贴收入有所增长，其他收益 1.98 亿元，同比增加约 4600 万元，整体来看，业绩微降基本符合预期。

投资建议

伴随着洲际航线的开辟，公司成本端压力最大的时期或已过去。未来公司将立足上海，优化航线网络，积极营销，与东航交叉持股强化合作并优化上海地区竞争格局，旗下九元航空则继续在低成本航空领域探索，为旅客提供差异化服务。考虑到虽然公司成本压力未来将逐步缓解，但稳态水平或依然高于历史平均水平，因此相比前次报告，自 15.3 亿、19.2 亿、23.1 亿分别下调 2019-2021 年盈利预测 10.5%、14.8%、18.8%至 13.7 亿、16.3 亿、18.7 亿。鉴于公司优良的成长性，维持“买入”评级，暂不考虑增发对股本的摊薄，自 18.3 元下调目标价 10.7%至 16.34 元，对应 2020 年 EPS 的 PE 估值为 18 倍。

风险提示：宏观经济下滑，油价大涨，汇率贬值，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	16,955.60	20,249.12	24,250.68
增长率(%)	25.01	15.75	18.02	19.42	19.76
EBITDA(百万元)	2,262.26	2,007.98	2,278.98	2,864.97	3,418.82
净利润(百万元)	1,325.63	1,232.93	1,372.32	1,631.69	1,871.88
增长率(%)	6.13	(6.99)	11.31	18.90	14.72
EPS(元/股)	0.74	0.69	0.76	0.91	1.04
市盈率(P/E)	16.70	17.96	16.13	13.57	11.83
市净率(P/B)	2.56	2.35	2.05	1.78	1.55
市销率(P/S)	1.78	1.54	1.31	1.09	0.91
EV/EBITDA	14.44	13.62	11.88	10.20	8.24

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	12.32 元
目标价格	16.34 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)	22,139.21
流通 A 股市值(百万元)	22,139.21
每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	56.87
一年内最高/最低(元)	17.80/10.64

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

- 1 《吉祥航空-季报点评:收益品质有所提升，成本阵痛略有缓解》2019-05-07
- 2 《吉祥航空-年报点评报告:成本短暂阵痛期，未来扩张提速修复成长性》2019-04-12
- 3 《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

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	2,543.34	3,037.37	3,637.60
应收票据及应收账款	258.42	376.06	347.84	(138.21)	(165.52)
预付账款	247.32	524.94	356.44	629.54	619.34
存货	89.75	144.21	94.24	201.65	141.99
其他	1,270.29	2,448.09	1,641.05	2,880.28	2,690.86
流动资产合计	3,968.75	5,317.87	4,982.91	6,610.63	6,924.28
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	112.95	115.66	118.84
其他	900.72	1,127.59	1,144.23	1,128.02	1,127.22
非流动资产合计	16,263.98	16,137.14	19,337.31	21,946.03	24,409.86
资产总计	20,236.91	21,455.05	24,320.27	28,558.08	31,334.65
短期借款	2,490.08	4,586.48	5,297.41	7,565.13	7,698.01
应付票据及应付账款	1,006.57	1,190.57	1,519.32	1,695.67	2,117.77
其他	2,185.79	2,817.80	3,144.73	2,968.99	3,874.55
流动负债合计	5,682.44	8,594.84	9,961.45	12,229.79	13,690.32
长期借款	4,996.47	2,022.88	2,148.59	2,631.02	1,963.22
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	774.52	1,236.94	1,235.00	1,082.15	1,184.70
非流动负债合计	5,770.99	3,259.82	3,383.59	3,713.17	3,147.92
负债合计	11,453.43	11,854.66	13,345.04	15,942.96	16,838.24
少数股东权益	133.22	171.42	178.59	186.79	196.20
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	3,208.44	3,208.44	3,208.44
留存收益	6,838.02	7,627.31	8,999.63	10,631.32	12,503.20
其他	(3,227.14)	(3,203.80)	(3,208.44)	(3,208.44)	(3,208.44)
股东权益合计	8,783.48	9,600.38	10,975.23	12,615.13	14,496.41
负债和股东权益总	20,236.91	21,455.05	24,320.27	28,558.08	31,334.65

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,351.93	1,239.59	1,372.32	1,631.69	1,871.88
折旧摊销	705.30	767.00	987.90	1,246.62	1,518.24
财务费用	291.15	298.80	167.15	208.83	231.11
投资损失	(15.11)	(196.06)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	680.07	153.40	1,703.57	(1,136.59)	1,624.58
其它	(251.99)	(313.82)	(16.40)	12.13	14.64
经营活动现金流	2,761.35	1,948.91	4,199.55	1,947.67	5,245.45
资本支出	3,009.05	(132.99)	4,173.37	4,024.40	3,880.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(6,218.27)	(4,396.64)	(8,282.67)	(7,890.18)	(7,857.75)
投资活动现金流	(3,209.22)	(4,529.64)	(4,109.30)	(3,865.78)	(3,977.43)
债权融资	8,067.65	7,650.68	8,451.00	11,071.96	10,635.27
股权融资	(251.54)	(317.49)	(171.79)	(208.83)	(231.11)
其他	(6,927.31)	(5,273.94)	(7,650.68)	(8,451.00)	(11,071.96)
筹资活动现金流	888.80	2,059.25	628.52	2,412.13	(667.79)
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)	718.76	494.03	600.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,411.69	14,366.17	16,955.60	20,249.12	24,250.68
营业成本	9,858.80	12,208.01	14,422.60	17,180.98	20,613.46
营业税金及附加	25.90	12.27	25.43	30.37	36.38
营业费用	532.05	598.29	695.18	830.21	994.28
管理费用	383.73	415.52	505.28	587.22	703.27
研发费用	0.00	6.61	8.48	20.25	24.25
财务费用	268.77	272.99	167.15	208.83	231.11
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)	(890.48)	17.15	(37.86)	(40.48)
营业利润	1,656.89	1,541.31	1,123.92	1,409.52	1,669.48
营业外收入	171.65	152.51	717.00	779.00	841.00
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	1,839.32	2,186.52	2,508.38
所得税	474.36	452.92	459.83	546.63	627.09
净利润	1,351.93	1,239.59	1,379.49	1,639.89	1,881.28
少数股东损益	26.30	6.66	7.17	8.20	9.41
归属于母公司净利润	1,325.63	1,232.93	1,372.32	1,631.69	1,871.88
每股收益(元)	0.74	0.69	0.76	0.91	1.04

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	25.01%	15.75%	18.02%	19.42%	19.76%
营业利润	36.52%	-6.98%	-27.08%	25.41%	18.44%
归属于母公司净利润	6.13%	-6.99%	11.31%	18.90%	14.72%
获利能力					
毛利率	20.57%	15.02%	14.94%	15.15%	15.00%
净利率	10.68%	8.58%	8.09%	8.06%	7.72%
ROE	15.32%	13.08%	12.71%	13.13%	13.09%
ROIC	12.25%	9.60%	6.79%	7.72%	7.31%
偿债能力					
资产负债率	56.60%	55.25%	54.87%	55.83%	53.74%
净负债率	67.91%	60.69%	53.83%	63.69%	48.27%
流动比率	0.70	0.62	0.50	0.54	0.51
速动比率	0.68	0.60	0.49	0.52	0.50
营运能力					
应收账款周转率	51.47	45.29	46.85	193.19	-159.69
存货周转率	157.69	122.80	142.22	136.87	141.14
总资产周转率	0.66	0.69	0.74	0.77	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.74	0.69	0.76	0.91	1.04
每股经营现金流	1.54	1.08	2.34	1.08	2.92
每股净资产	4.81	5.25	6.01	6.92	7.96
估值比率					
市盈率	16.70	17.96	16.13	13.57	11.83
市净率	2.56	2.35	2.05	1.78	1.55
EV/EBITDA	14.44	13.62	11.88	10.20	8.24
EV/EBIT	20.13	20.64	20.97	18.05	14.83

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com