

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 11.97  
合理价格区间(元): 15.70~16.90

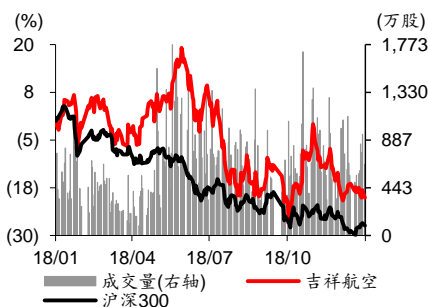
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**陈宇** 021-28972065  
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1《吉祥航空(603885,增持): 大股东协议转股7%, 引入战略伙伴》2018.11
- 2《吉祥航空(603885,增持): 10月内线改善, 强强联手值得期待》2018.11
- 3《吉祥航空(603885,增持): 得益于一次性收益, 3Q业绩亮眼》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 全年供给放缓, 客座率有所下滑

## 吉祥航空(603885)

### 12月供给增速加快, 客座率同比下滑1.8个百分点

吉祥航空12月总客座率同比下降1.8个百分点, 运力增速较10-11月加快3.3个百分点, 总供给同比增11.4%; 其中国内线供给同比增11.3%, 客座率同比下降1.6个百分点; 国际线运力供给增速恢复正常, 同比增12%, 需求缓慢恢复, 同比增7.5%, 客座率同比下降3.5个百分点。我们上调2018/19/20 EPS至0.72/0.96/1.39元以反映油价走低的预期, 并调整目标价区间至15.70-16.90元。尽管宏观经济存下行压力, 考虑行业供给依然收紧、且贸易战缓和、油价低位、人民币升值、春节临近, 叠加公司与东航强强联手有利于稳固其上海市场的竞争力, 维持“增持”评级。

### 2018全年供给收紧, 弃量要价, 客座率下降

受民航局供给紧缩政策影响, 公司2018年国内线供给增速放缓明显, 同比仅增12.1%, 增速较去年放缓13.2个百分点, 需求同比增11.2%, 客座率下降0.8个百分点。国际线自5月起运力调减(5、6两月同比各削减5.3%/1.7%), 三季度始因泰国沉船事件发生, 国际线运力同比大幅缩减26.1%, 11月运力供给由负转正, 全年国际线供给同比下降0.8%, 需求同比削减1.6%, 客座率下滑0.7个百分点。公司全年客座率同比下降0.7个百分点至86.2%, 我们分析公司采用弃量要价的经营策略, 叠加行业票价放开, 预计票价同比明显改善。

### 与东航深化合作, 稳固上海竞争力

公司于11月23日公告, 其母公司均瑶集团与其一致行动人均瑶航投向东航的兄弟公司——东航产投协议转让合计约1.26亿股(占公司总股本约7%); 此前公告将向东航产投定向发行不超过1.69亿股股份; 若按发行上限顺利完成增发, 结合母公司协议转股, 则东航产投将持有吉祥航空约15%的股份, 成为公司第二大股东。而更早前公司公告, 吉祥航空及均瑶集团拟认购东航A+H共18.6亿股(占比东航现有股份约12.9%)。公司与东航及其关联公司深化资本合作, 将有利于双方展开航线合作, 进一步做大做强上海市场。公司于12月如期引进2架波音787(10月引进1架), 为其开航欧洲线做准备。

### 上调盈利预测, 调整目标价区间15.70-16.90元, 维持“增持”评级

考虑: 1) 基于经营策略, 下调2018E/19E/20E旅客周转量2.0%/2.0%/2.3%; 2) 依据华泰H股能源组最新报告更新2019/20年布伦特油价预测至68/65美元每桶; 3) 根据彭博最新预测更新2019/20年人民币兑美元汇率至6.80/6.70。综上, 上调2018/19/20年净利润预测值1.1%/36.0%/18.3%。尽管宏观经济存下行压力, 考虑行业供给依然收紧、贸易战缓和、春节临近, 公司与东航合作进一步增强其竞争力, 我们参考公司历史2年估值倍数(均值为2.8x PB), 给予2.6x-2.8x 2019PB(2019BVPS预测值为6.05元), 调整目标价区间至15.70-16.90元。

风险提示: 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 经济增速放缓, 重大疫情或自然灾害等不可抗力, 高峰时刻增长不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,797
流通A股(百万股)	1,797
52周内股价区间(元)	10.92-18.11
总市值(百万元)	21,510
总资产(百万元)	19,909
每股净资产(元)	5.38

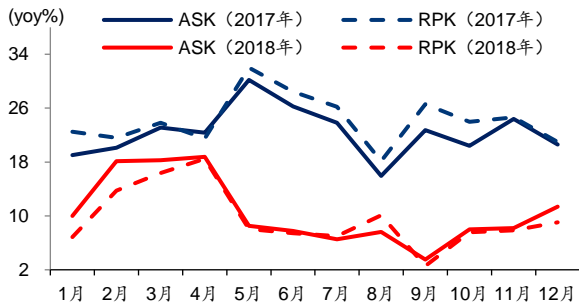
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,928	12,412	14,441	17,091	20,345
+/-%	21.70	25.01	16.35	18.35	19.04
归属母公司净利润(百万元)	1,249	1,326	1,297	1,717	2,500
+/-%	19.27	6.13	(2.17)	32.43	45.58
EPS(元, 最新摊薄)	0.70	0.74	0.72	0.96	1.39
PE(倍)	17.22	16.23	16.59	12.53	8.60

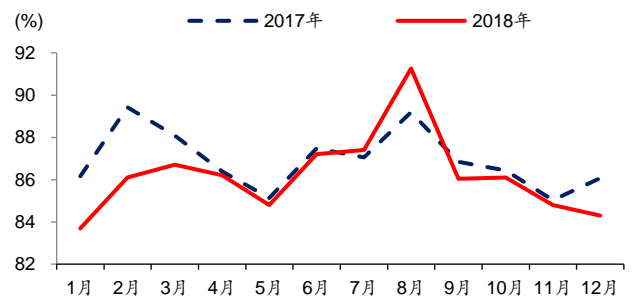
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 吉祥航空月供给、需求增幅变化图 (2017-2018年12月)



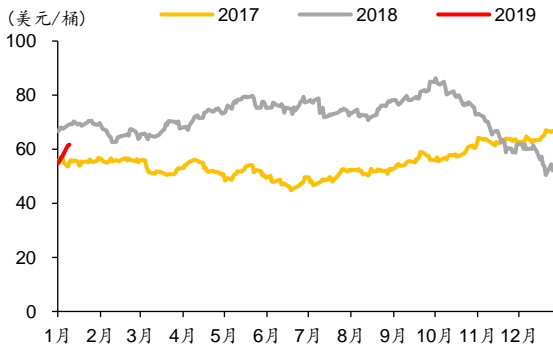
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 吉祥航空月客座率变化图 (2017-2018年12月)



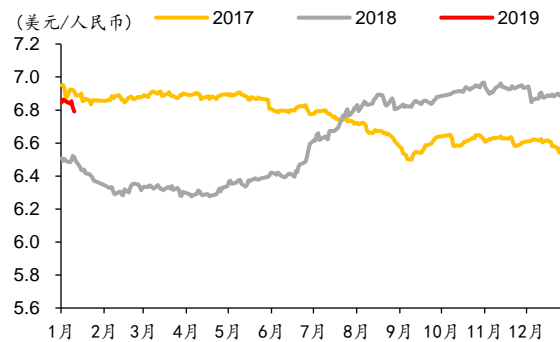
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 布伦特原油期货结算价格油价走势图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 美元/人民币汇率走势图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

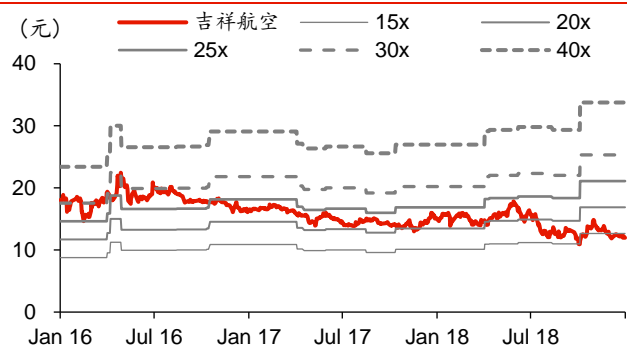
图表5: 盈利预测变化表

		2018E	2019E	2020E
客公里收入 (人民币/客公里)	原预测	0.47	0.48	0.49
	新预测	0.47	0.48	0.49
	(+/-%)	-0.2	-0.2	-0.2
客运周转量 (百万)	原预测	30,646	35,565	41,554
	新预测	30,021	34,809	40,602
	(+/-%)	-2.0	-2.1	-2.3
客座率 (%)	原预测	85.90%	86.27%	86.64%
	新预测	86.24%	86.58%	86.91%
	(+/-pp)	0.4	0.4	0.3
主营收入净额 (人民币 百万)	原预测	14,780	17,507	20,875
	新预测	14,441	17,091	20,345
	(+/-%)	-2.3	-2.4	-2.5
燃油成本 (人民币 百万)	原预测	4345	5503	5973
	新预测	4141	4667	5161
	(+/-%)	-4.7	-15.2	-13.6
汇兑收益 (人民币 百万)	原预测	-5.5	2.4	2.6
	新预测	-4.9	0.9	1.4
	(+/-%)	-10.1	-62.6	-45.0
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	12423	14885	17036
	新预测	12096	13900	16042
	(+/-%)	-2.6	-6.6	-5.8
净利润 (人民币 百万)	原预测	1,283	1,263	2,114
	新预测	1,297	1,717	2,500
	(+/-%)	1.1	36.0	18.3
每股盈利 (全面摊薄) (人民币)	原预测	0.71	0.70	1.18
	新预测	0.72	0.96	1.39
	(+/-%)	1.1	36.0	18.3

资料来源: 华泰证券研究所

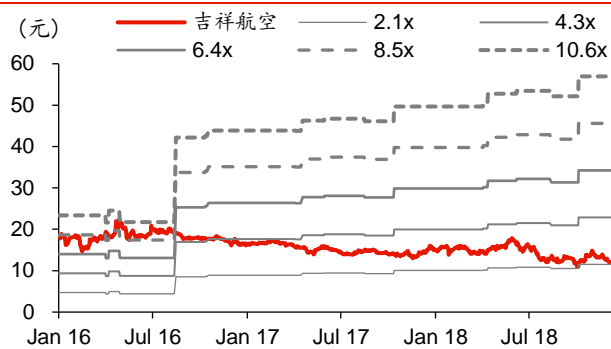
**PE/PB - Bands**

图表6: 吉祥航空历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 吉祥航空历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,773	3,973	3,679	3,529	4,315
现金	1,689	2,103	1,466	998.21	1,403
应收账款	223.86	258.42	300.67	355.84	423.60
其他应收账款	1,096	1,056	1,296	1,489	1,718
预付账款	223.88	247.32	287.75	340.55	405.41
存货	67.66	89.75	110.12	126.55	146.04
其他流动资产	473.10	218.57	218.45	218.45	218.45
非流动资产	13,584	16,264	18,638	21,332	23,844
长期投资	0.00	0.00	20.00	40.00	60.00
固定投资	7,843	11,239	13,812	16,157	18,445
无形资产	23.07	101.28	101.88	102.09	101.89
其他非流动资产	5,718	4,924	4,704	5,033	5,236
资产总计	17,357	20,237	22,316	24,860	28,159
流动负债	6,081	5,682	5,852	6,546	7,337
短期借款	2,762	2,490	2,690	2,890	3,090
应付账款	791.54	945.99	1,161	1,334	1,539
其他流动负债	2,528	2,246	2,002	2,322	2,708
非流动负债	3,541	5,771	6,771	7,271	7,771
长期借款	2,919	4,996	5,996	6,496	6,996
其他非流动负债	622.91	774.52	774.52	774.52	774.52
负债合计	9,622	11,453	12,623	13,817	15,108
少数股东权益	106.80	133.22	152.12	171.02	189.92
股本	1,284	1,797	1,797	1,797	1,797
资本公积	3,753	3,242	3,242	3,242	3,242
留存公积	2,591	3,596	4,502	5,833	7,822
归属母公司股东权益	7,628	8,650	9,541	10,872	12,861
负债和股东权益	17,357	20,237	22,316	24,860	28,159

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	2,027	2,761	2,529	3,320	4,359
净利润	1,250	1,352	1,316	1,736	2,519
折旧摊销	483.56	705.30	866.12	1,057	1,251
财务费用	179.84	268.77	321.15	350.95	380.17
投资损失	4.55	(15.11)	(182.05)	(0.70)	(0.70)
营运资金变动	122.23	468.21	208.33	175.91	209.57
其他经营现金	(12.70)	(17.75)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(3,569)	(3,209)	(3,219)	(3,731)	(3,742)
资本支出	3,521	3,508	3,100	3,600	3,600
长期投资	92.40	28.48	130.52	0.00	0.00
其他投资现金	44.21	327.04	11.83	(130.52)	(142.06)
筹资活动现金	2,108	888.80	49.03	(60.29)	(215.68)
短期借款	(424.02)	(271.74)	200.00	200.00	200.00
长期借款	(62.76)	2,078	1,000	500.00	500.00
普通股增加	147.58	513.43	0.01	0.00	0.00
资本公积增加	3,186	(510.36)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(738.54)	(920.48)	(1,151)	(760.29)	(915.68)
现金净增加额	549.38	444.27	(637.06)	(467.70)	404.90

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,928	12,412	14,441	17,091	20,345
营业成本	7,740	9,859	12,096	13,900	16,042
营业税金及附加	19.34	25.90	30.14	35.67	42.46
营业费用	460.83	532.05	546.83	604.44	668.70
管理费用	312.08	383.73	424.14	476.87	539.30
财务费用	179.84	268.77	321.15	350.95	380.17
资产减值损失	(2.18)	3.10	0.00	0.00	0.00
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	182.05	0.70	0.70
营业利润	1,247	1,657	1,588	2,125	3,141
营业外收入	414.61	171.65	166.27	189.95	217.79
营业外支出	1.25	2.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,661	1,826	1,754	2,315	3,359
所得税	410.90	474.36	438.57	578.76	839.69
净利润	1,250	1,352	1,316	1,736	2,519
少数股东损益	0.71	26.30	18.90	18.90	18.90
归属母公司净利润	1,249	1,326	1,297	1,717	2,500
EBITDA	2,323	2,774	2,923	3,704	4,971
EPS (元, 基本)	0.70	0.74	0.72	0.96	1.39

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	21.70	25.01	16.35	18.35	19.04
营业利润	8.37	32.84	(4.16)	33.82	47.80
归属母公司净利润	19.27	6.13	(2.17)	32.43	45.58
获利能力 (%)					
毛利率	22.04	20.57	16.24	18.67	21.15
净利率	12.58	10.68	8.98	10.05	12.29
ROE	16.37	15.32	13.59	15.80	19.44
ROIC	8.35	9.38	8.98	10.12	12.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.44	56.60	56.57	55.58	53.65
净负债比率 (%)	69.70	70.44	68.81	67.94	66.76
流动比率	0.62	0.70	0.63	0.54	0.59
速动比率	0.61	0.68	0.61	0.52	0.57
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.66	0.68	0.72	0.77
应收账款周转率	44.32	51.32	51.70	52.07	52.21
应付账款周转率	11.93	11.35	11.48	11.15	11.17
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.74	0.72	0.96	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	1.54	1.41	1.85	2.43
每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.81	5.31	6.05	7.16
估值比率					
PE (倍)	17.22	16.23	16.59	12.53	8.60
PB (倍)	2.82	2.49	2.25	1.98	1.67
EV_EBITDA (倍)	8.91	10.01	9.94	8.16	6.14

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com