

吉祥航空

603885

买入 (维持)

Q2 扣非利润增速转正，宽体机运营走上正轨

2019年09月12日

市场数据

市场数据日期	2019-09-11
收盘价(元)	13.15
总股本(百万股)	1966.14
流通股本(百万股)	1797.01
总市值(百万元)	25854.80
流通市值(百万元)	23630.73
净资产(百万元)	10008.29
总资产(百万元)	23609.76
每股净资产	5.09

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14366	16900	20015	23640
同比增长	15.8%	17.6%	18.4%	18.1%
净利润(百万元)	1233	1394	1764	2303
同比增长	-7.0%	13.0%	26.6%	30.5%
毛利率	15.0%	15.2%	15.5%	16.2%
净利率	8.6%	8.2%	8.8%	9.7%
净资产收益率(%)	13.1%	10.8%	12.4%	14.4%
每股收益(元)	0.69	0.71	0.90	1.17
每股经营现金流(元)	0.99	1.45	1.30	1.94

相关报告

《【兴证交运】吉祥航空点评：供需两旺持续改善，把握左侧布局机会》2019-06-19

《吉祥航空 2019 年一季报点评：宽体机成本因素逐步改善，业绩有望探底回升》2019-05-10

《吉祥航空 2018 年年报点评：成本拖累致四季度业绩略低于预期，全年收益水平快速提升》2019-05-08

分析师：

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

孙修远

sunxyys@xyzq.com.cn

S0190518070002

投资要点

- **吉祥航空发布 19 年中报：**19 年 1-6 月度吉祥航空实现营业收入 80.61 亿元，同比增长 16.32%；实现归属上市公司股东的净利润 5.79 亿元，同比下滑 6.40%；归属上市公司股东的扣非净利润 4.98 亿元，同比下滑 13.00%；合基本每股收益 0.32 元，同比下滑 5.88%。
- **收益水平小幅抬升，扣非归母净利润增速自 787 引进后首次转正。**受益于市场供需改善、票价上限逐步打开以及华东市场竞争结构好转，吉祥航空 2019 年 H1 客公里收益 0.47 元，提升 0.69%（扣除补贴口径提升 0.43%），营业收入增长 16.32%，而包含航线补贴等其他收益达 1.98 亿元，同比提升 29.89%，主要是部分航线补贴标准调整、主要获得政府补贴收入提升。而归母净利润方面，19Q2 为 1.78 亿元（2019 年上半年的合并范围已经不包含已转让的华瑞租赁净利润），同比下降 3.95%，但扣非后归母净利润 19Q2 为 1.71 亿元，同比增长 4.52%，这是自从 18 年 Q4 引进宽体机 787 后第一次转正，无论收入端（需求增速回升）和成本端（787 运营成本改善）的拖累因素都在改善。
- **单位成本控制良好，宽体机负面因素逐步消除。**19 年上半年吉祥航空营业成本合计 68.99 亿元，同比增长 19.94%，稍高于运营规模增速，主要机场起降费用上涨带动，19 年上半年国内航空煤油出厂价均值 4912 元，同比下滑 1.92%，燃油压力同比减轻，2019H1 吉祥航空单位营业成本为 0.34 元，同比增长 3.03%，扣除油料成本后的单位成本为 0.24 元，同比增长 4.35%，均低于运力增速，显示了良好的成本控制能力，也表明 787 对于成本的拖累告一段落。
- **投资策略：**吉祥航空“高端廉价”模式潜力巨大，受益中国航空业因私消费占比的提升，吉祥航空特殊的差异化定位使得它能享受成本端和收入端的双弹性；考虑到未来三大航都受 737max 运力缺口影响，吉祥航空拥有大量和三大航的共飞航线，并受一二线航线价格上限打开，票价收益弹性大；同时宽体机增加经营杠杆，伴随日利用率的大幅提升，宽体机对业绩的拖累消除，吉祥航空业绩有望探底回升。调整公司 19-21 年 EPS 为 0.71、0.90、1.17 元，对应 9 月 11 日 PE 为 19、15、11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业相关政策不确定性，行业供需失衡，宏观经济增长失速，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等不确定性事件

报告正文

事件

- **吉祥航空发布 19 年中报:** 19 年 1-6 月度吉祥航空实现营业收入 80.61 亿元, 同比增长 16.32%; 实现归属上市公司股东的净利润 5.79 亿元, 同比下滑 6.40%; 归属上市公司股东的扣非净利润 4.98 亿元, 同比下滑 13.00%; 合基本每股收益 0.32 元, 同比下滑 5.88%。

点评:

- **需求和运力增速继续回升, 国际客座率触底回升。** 19 年上半年吉祥航空投放客运运力 199.79 亿座公里, 同比增长 16.08%, 其中国内航线同比增长 15.54%, 国际航线同比增长 18.04%, 地区航线同比增长 26.16%。截至 19 年 6 月底, 吉祥航空目前持有 68 架空客 A320 系列(其中 41 架空客 A320, 27 架空客 A321)、4 架波音 B787-9, 旗下九元航空目前持有 17 架波音 B737-800, 另外 1 架 B737-8 已停飞。19 年吉祥航空运力增长依然保持较快增速, 在上市航空公司依然是最高, 预计 19 年吉祥航空本部引进 6 架飞机(其中 3 架波音 B787-9), 九元航空计划引进 7 架飞机(其中 5 架波音 B737-8)。
- 19 年上半年实现旅客周转量 170.58 亿客公里, 同比增长 15.52%, 其中国内航线同比增长 15.04%, 国际航线同比增长 17.21%, 地区航线同比增长 26.12%。18 年受民航供给侧改革以及泰国旅客需求遇冷等影响基数较低, 吉祥航空 18Q1-19Q2 的需求同比增速分别为 12.35%、11.24%、6.68%、8.17%、14.12%、16.95%, 伴随 787 宽体机在洲际航线的运营开始, 吉祥航空 19Q2 需求同比增速继续大幅回升。
- **吉祥航空继续巩固上海本场优势, 加大南京辅助投放。** 2019 年上半年旅客运输总量超过 843.97 万人次, 其中上海两场旅客运输量达到 543.34 万人次, 上海的市场占有率达到 8.97% (不九元航空); 2019 年上半年南京辅助基地每日执行航班约 58 班, 共安全飞行 17,848 小时, 同比增加 33.55%, 起降 9704 架次, 同比增加 34.09%。
- **客座率方面, 国际客座率触底回升。** 19 年上半年平均客座率 85.38%, 同比下降 0.41pts, 其中国内航线平均客座率 85.90%, 同比增长 0.38pts, 国际航线平均客座率 82.71%, 同比下降 0.59pts, 地区航线平均客座率 83.48%, 同比下滑 0.02pts。其中 19 年 Q2 平均客座率 85.54% (Q1 为 85.22%), 同比下降 0.6pts, 其中国内航线 Q2 平均客座率 85.93% (Q1 为 85.88%), 同比下降 1.0pts, 国际航线 Q2 平均客座率 83.31% (Q1 为 82.19%), 同比上升 1.6pts, 地区航线 Q2 平均客座率 84.90% (Q1 为 82.12%), 同比提升 0.5pts。

- **收益水平小幅抬升，扣非归母净利润增速自 787 引进后首次转正。**受益于市场供需改善、票价上限逐步打开以及华东市场竞争结构好转，吉祥航空 2019 年 H1 客公里收益 0.47 元，提升 0.69%（扣除补贴口径提升 0.43%），营业收入增长 16.32%，而包含航线补贴等其他收益达 1.98 亿元，同比提升 29.89%，主要是部分航线补贴标准调整、主要获得政府补贴收入提升。而归母净利润方面，19Q2 为 1.78 亿元（2019 年上半年的合并范围已经不包含已转让的华瑞租赁净利润），同比下降 3.95%，但扣非后归母净利润 19Q2 为 1.71 亿元，同比增长 4.52%，这是自从 18 年 Q4 引进宽体机 787 后第一次转正，无论收入端（需求增速回升）和成本端（787 运营成本改善）的拖累因素都在改善。
- **单位成本控制良好，宽体机负面因素逐步消除。**19 年上半年吉祥航空营业成本合计 68.99 亿元，同比增长 19.94%，稍高于运营规模增速，主要机场起降费用上涨带动，19 年上半年国内航空煤油出厂价均值 4912 元，同比下滑 1.92%，燃油压力同比减轻，2019H1 吉祥航空单位营业成本为 0.34 元，同比增长 3.03%，扣除油料成本后的单位成本为 0.24 元，同比增长 4.35%，均低于运力增速，显示了良好的成本控制能力，也表明 787 对于成本的拖累告一段落。
- 而 18Q1-19Q1 营业成本分别增长 16.16%、26.97%、14.88%、38.86%、18.85%，19Q2 同比增速相较于此前大幅放缓。18 年 Q4 由于 787 宽体机刚刚引进，日利用率不足导致成本大幅增长，从 19 年上半年的情况来看，波音 787 系列的日利用率达 11.57 小时（而 18 年日利用率仅为 8.71 小时），同比大幅攀升，并大幅拉动公司整体日用利率从 18 年 10.60 小时回升到 19 年 H1 的 11.20 小时，宽体机的盈利的关键是日利用率和客座率，随着伴随洲际航线的陆续开通和日利用率抬升，宽体机负面影响正在逐步消除。对于吉祥航空而言，宽体机的引进使得公司的周期属性和业绩弹性进一步增强。
- **九元航空业绩探底回升，19 年有望持续攀升。**九元航空于 2014 年获批设立，并于 2015 年初正式开航，以广州白云机场为主基地机场，现拥有 18 架波音 B737 系列飞机（其中仅 1 架为 737max），运营着一百一十条以上国内航线，开通通航城市四十多个，九元航空 2019 年上半年旅客运输总量达 239.2 万人次。预计 19 年将引进 7 架飞机，仍将保持快速扩张节奏。公司在 18 年底对九元航空持股比例也从 79% 上升 83.34%。2018 年 10 月开始九元航空获取国际航线的飞行资质，并陆续开通了广州始发仰光、曼德勒的国际航线，并已经获取了缅甸、泰国、菲律宾、越南、韩国、俄罗斯、柬埔寨等 7 国的航权，计划未来将开通更多国际航线，随着国际航线的陆续开通和广州机场时刻释放，九元航空利用率有望持续抬升，19 年业绩有望大幅触底回升。18

年由于国际油价上涨、日利用率不足、华南市场竞争激烈、泰国旅游需求受沉船事件影响，九元航空利润同比大幅下降，19年以来随着国际航线的陆续开通、广州机场时刻释放、监管的逐步放松，九元航空利用率有望持续抬升，九元航空业绩正在触底回升，19年H1九元航空实现盈利1922.56万元，同比增长25.65%。

- **投资策略：**吉祥航空“高端廉价”模式潜力巨大，受益中国航空业因私消费占比的提升，吉祥航空特殊的差异化定位使得它能享受成本端和收入端的双弹性；考虑到未来三大航都受737max运力缺口影响，吉祥航空拥有大量和三大航的共飞航线，并受一二线航线价格上限打开，票价收益弹性大；同时宽体机增加经营杠杆，伴随日利用率的大幅提升，宽体机对业绩的拖累消除，吉祥航空业绩有望探底回升。调整公司19-21年EPS为0.71、0.90、1.17元，对应9月11日PE为19、15、11倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业相关政策不确定性，行业供需失衡，宏观经济增长失速，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等不确定性事件

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5318	5475	6744	7786
货币资金	1825	2385	2731	3262
交易性金融资产	35	35	35	35
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	2030	2069	2576	2993
存货	144	156	190	220
非流动资产	16137	17082	20226	23073
可供出售金融资产	136	141	139	140
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	9835	13178	17472	20836
在建工程	5064	2545	1273	636
油气资产	0	0	0	0
无形资产	111	114	117	120
资产总计	21455	22557	26970	30859
流动负债	8595	6356	9362	11495
短期借款	4586	2223	4745	6435
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1191	1390	1643	1924
其他	2818	2743	2973	3137
非流动负债	3260	3096	3153	3135
长期借款	2023	2023	2023	2023
其他	1237	1073	1130	1113
负债合计	11855	9451	12515	14631
股本	1797	1966	1966	1966
资本公积	3208	5129	5129	5129
未分配利润	3808	5071	6223	7742
少数股东权益	171	193	219	249
股东权益合计	9600	13106	14455	16228
负债及权益合计	21455	22557	26970	30859

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1233	1394	1764	2303
折旧和摊销	767	784	1065	1356
资产减值准备	4	9	7	9
无形资产摊销	91	81	86	84
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	299	272	289	332
投资损失	-196	-20	-23	-26
少数股东损益	7	22	26	30

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14366	16900	20015	23640
营业成本	12208	14331	16913	19810
营业税金及附加	12	14	17	20
销售费用	598	710	801	851
管理费用	416	472	548	623
财务费用	273	272	289	332
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动	1	0	0	0
投资收益	196	20	23	26
营业利润	1541	1749	2246	2952
营业外收入	153	186	200	236
营业外支出	1	2	2	3
利润总额	1693	1932	2444	3186
所得税	453	517	654	853
净利润	1240	1415	1790	2333
少数股东损益	7	22	26	30
归属母公司净利润	1233	1394	1764	2303
EPS(元)	0.69	0.71	0.90	1.17

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	15.8%	17.6%	18.4%	18.1%
营业利润增长率	-7.0%	13.4%	28.4%	31.5%
净利润增长率	-7.0%	13.0%	26.6%	30.5%
盈利能力				
毛利率	15.0%	15.2%	15.5%	16.2%
净利率	8.6%	8.2%	8.8%	9.7%
ROE	13.1%	10.8%	12.4%	14.4%

资产负债率	55.3%	41.9%	46.4%	47.4%
流动比率	0.62	0.86	0.72	0.68
速动比率	0.60	0.84	0.70	0.66
营运能力				
资产周转率	68.9%	76.8%	80.8%	81.8%
应收帐款周转率	#####	#####	#####	#####
每股资料(元)				

营运资金的变动	-121	467	-594	-184	每股收益	0.69	0.71	0.90	1.17
经营活动产生现金流量	1949	2857	2564	3813	每股经营现金	0.99	1.45	1.30	1.94
投资活动产生现金流量	-4530	-1597	-4063	-4062	每股净资产	4.80	6.57	7.24	8.13
融资活动产生现金流量	2059	-699	1844	780	估值比率(倍)				
现金净变动	-535	561	345	532	PE	19.2	18.6	14.7	11.2
现金的期初余额	0	1825	2385	2731	PB	2.7	2.0	1.8	1.6
现金的期末余额	0	2385	2731	3262					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn