

吉祥航空 (603885)

787 网络培育初期，高价值战略志在长期

	岳鑫 (分析师)	郑武 (分析师)
	0755-23976758	0755-23976528
	yuexin@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880514030006	S0880514030002

本报告导读:

行业低迷时，高品质网络展现定价能力，更完成熊市加杠杆。有望成为下一轮航空牛市的杠杆品种。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**高品质网络蕴藏盈利持续上行动能，熊市加杠杆提升下一轮牛市弹性。需求波动叠加 787 初期运营压力，延缓利润上行节奏，不改长期价值。下调 2019-20 年净利预测至 13/17 亿(2018 年 10 月预测 18/24)。维持目标价 18.18 元，相当于 2020 年 20 倍 PE。
- **高品质时刻网络，逆势展现定价能力。**上半年净利润同比下降 6%；剔除出售华瑞租赁影响，净利微降 1%。其中二季度扣非净利同比转正，好于市场预期。公司管理层对中国民航业监管环境与时刻价值理解深刻，十余年始终聚焦优质干线市场，打造了高品质时刻网络。客公里收益自 2017 年下半年上行，2018 年升幅明显，2019 年上半年继续逆势上升。需求下行周期中，持续展现高品质网络出色的定价能力。
- **787 网络培育初期拖累业绩，长期前景好于预期。**目前 5 架 787，2020 年 10 架将全部到位。初期仅限国内运营，低周转导致单位成本偏高，虽配置优质干线时刻，仍拖累整体盈利能力。随着洲际线开设，周转将大幅提升，且机队渐成规模，单位成本将趋于最优。公司扎根优质基地，今年受制国际航权。未来收益改善速度，取决于时刻获取进度。
- **周期底部战略性加杠杆。**9 月初东航吉祥完成交叉持股。东航产投持股吉祥 15%，均瑶持东航 10%，其中吉祥投资近 30 亿元持东航 4.5%。当下需求波动、汇率贬值和管理机制掩盖东航长期潜能，吉祥在周期底部溢价定增。业务协同将深化，将在上行周期展现弹性。
- **风险提示。**时刻航权匹配，经济波动，油价汇率，安全事故风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,412	14,366	16,739	20,233	24,333
(+/-)%	25%	16%	17%	21%	20%
经营利润 (EBIT)	1,611	1,132	1,451	1,843	2,283
(+/-)%	16%	-30%	28%	27%	24%
净利润 (归母)	1,326	1,233	1,341	1,745	2,111
(+/-)%	6%	-7%	9%	30%	21%
每股净收益 (元)	0.67	0.63	0.68	0.89	1.07
每股股利 (元)	0.33	0.21	0.20	0.27	0.32

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	13.0%	7.9%	8.7%	9.1%	9.4%
净资产收益率 (%)	15.3%	13.1%	10.7%	12.7%	13.9%
投入资本回报率 (%)	7.1%	4.8%	5.4%	6.1%	6.8%
EV/EBITDA	15.1	18.5	17.3	14.2	11.7
市盈率	19.6	21.1	19.4	14.9	12.3
股息率 (%)	2.5%	1.6%	1.5%	2.0%	2.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **18.18**

上次预测: 18.18

当前价格: 13.24

2019.09.15

交易数据

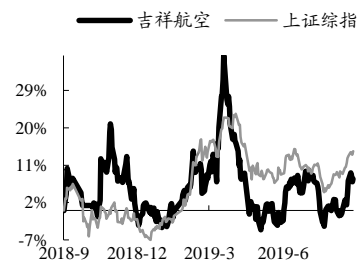
52 周内股价区间 (元)	10.64-17.80
总市值 (百万元)	26,032
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,966/1,797
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	91%
日均成交量 (百万股)	5.33
日均成交值 (百万元)	68.19

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	10,008
每股净资产	5.09
市净率	2.6
净负债率	67.24%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.22	0.20
Q2	0.09	0.09
Q3	0.42	0.43
Q4	-0.10	-0.04
全年	0.63	0.68

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	9%	9%
相对指数	-1%	5%	-4%

相关报告

《战略聚焦，时刻变现》2018.10.28

《上海南京齐发力，票价上涨超预期》2018.09.05

《熊市加杠杆，航空战略家》2018.08.21

《上海枢纽产能受制，吉祥航空定价受益》2018.07.04

《票价加速上行，成长潜力显现》2018.06.10

模型更新时间: 2019.09.15

股票研究

工业
运输

吉祥航空 (603885)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **18.18**

上次预测: 18.18

当前价格: 13.24

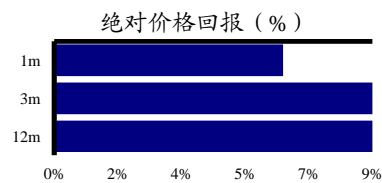
公司网址

www.juneyaoair.com

公司简介

公司系“中国民企百强”企业——上海均瑶(集团)有限公司控股子公司,于2006年9月正式开航运营。

公司主营业务为航空客货运输业务,经营范围包括国内(含港澳台)航空客货邮运输、国际航空客货运输业务,航空配餐等。



52周价格范围: 10.64-17.80
市值(百万): 26,032

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表						
营业总收入	9,928	12,412	14,366	16,739	20,233	24,333
营业成本	-7,740	-9,859	-12,208	-14,065	-16,953	-20,322
税金及附加	-19	-26	-12	-13	-16	-19
销售费用	-461	-532	-598	-53	-62	-74
管理费用	-312	-384	-416	-502	-607	-730
EBIT	1,396	1,611	1,132	1,451	1,843	2,283
公允价值变动收益	2	-3	-3	0	0	0
投资收益	-5	15	196	52	333	428
财务费用	-180	-269	-273	-374	-621	-706
营业利润	1,214	1,657	1,541	1,597	2,046	2,521
所得税	-411	-474	-453	-433	-478	-575
少数股东损益	-1	-26	-7	-11	-21	-42
净利润	1,249	1,326	1,233	1,341	1,745	2,111
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	2,060	2,107	1,860	1,000	1,000	1,000
其他流动资产	326	462	908	1,058	1,279	1,538
长期投资	0	0	0	2,900	2,900	2,900
固定资产合计	12,819	15,262	14,899	19,150	23,138	25,877
无形及其他资产	766	1,002	1,238	1,234	1,229	1,225
资产合计	17,357	20,237	21,455	28,311	33,134	36,852
流动负债	6,081	5,682	8,595	11,515	14,639	16,388
非流动负债	3,541	5,771	3,260	5,722	6,185	6,647
股东权益	7,628	8,650	9,429	12,477	13,698	15,176
投入资本(IC)	14,070	16,847	17,213	20,280	23,967	26,418
现金流量表						
NOPLAT	1,053	1,196	834	1,101	1,453	1,805
折旧与摊销	428	639	683	751	1,015	1,264
流动资金增量	235	164	-999	360	298	284
资本支出	-3,457	-3,186	-4,773	-5,000	-5,000	-4,000
自由现金流	-1,740	-1,186	-4,255	-2,788	-2,234	-646
经营现金流	1,911	2,146	924	2,460	3,073	3,689
投资现金流	-3,847	-2,713	-342	-7,865	-5,000	-4,000
融资现金流	2,338	981	-860	4,580	1,927	311
现金流净增加额	402	414	-278	-825	0	0
财务指标						
成长性						
收入增长率	21.7%	25.0%	15.7%	16.5%	20.9%	20.3%
EBIT 增长率	0.0%	15.5%	-29.5%	27.8%	26.9%	23.8%
净利润增长率	0.0%	6.1%	-7.0%	8.8%	30.1%	21.0%
利润率						
毛利率	22.0%	20.6%	15.0%	16.0%	16.2%	16.5%
EBIT 率	14.1%	13.0%	7.9%	8.7%	9.1%	9.4%
净利润率	12.6%	10.7%	8.6%	8.0%	8.6%	8.7%
收益率						
净资产收益率(ROE)	16.4%	15.3%	13.1%	10.7%	12.7%	13.9%
总资产收益率(ROA)	7.2%	6.6%	5.7%	4.7%	5.3%	5.7%
投入资本回报率(ROIC)	7.5%	7.1%	4.8%	5.4%	6.1%	6.8%
运营能力						
存货周转天数	2.6	2.9	3.5	4.0	3.9	3.9
应收账款周转天数	49	39	61	61	61	61
总资产周转天数	565	553	530	543	554	525
净利润现金含量	1.53	1.62	0.75	1.83	1.76	1.75
资本支出/收入	39%	22%	2%	47%	25%	16%
偿债能力						
资产负债率	55.4%	56.6%	55.3%	60.9%	62.8%	62.5%
净负债率	60.9%	68.9%	61.4%	89.0%	99.0%	95.6%
估值比率						
PE	20.8	19.6	21.1	19.4	14.9	12.3
PB	3.4	3.0	2.8	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.9	15.1	18.5	17.3	14.2	11.7
P/S	2.6	2.1	1.8	1.6	1.3	1.1
股息率	1.3%	2.5%	1.6%	1.5%	2.0%	2.4%

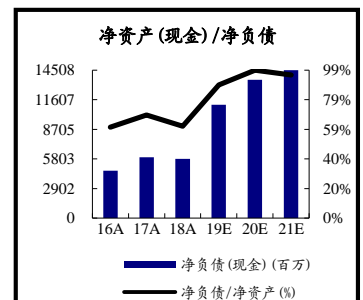
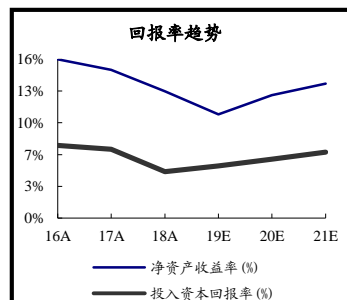
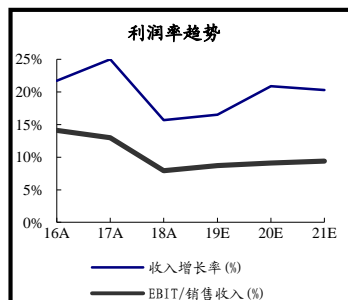
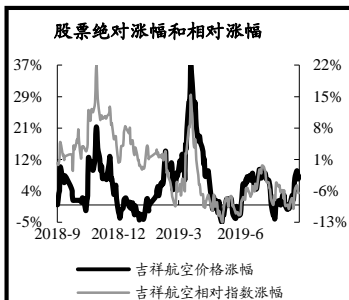
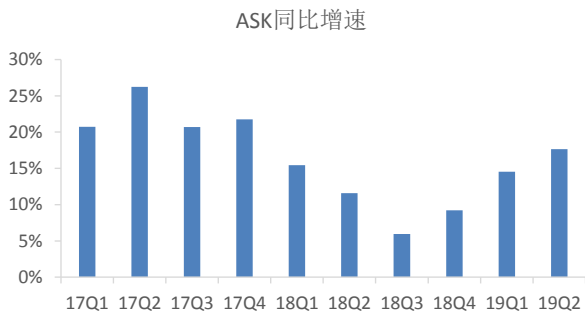
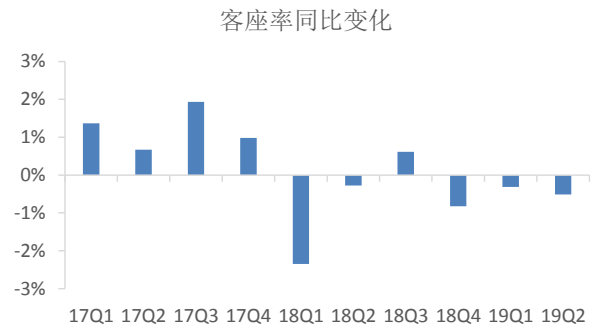


图 1: 吉祥(含九元) 2019H1 ASK 同比增长 16%



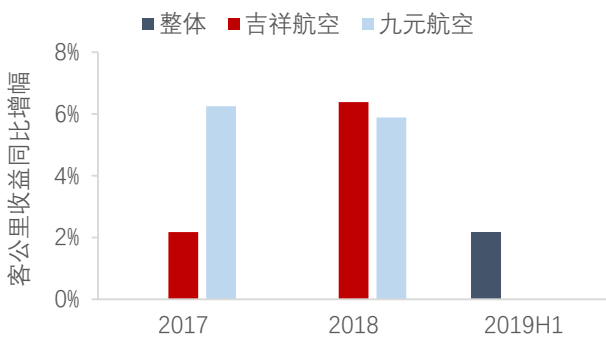
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: 吉祥(含九元) 2019H1 客座率同比下降 0.4%



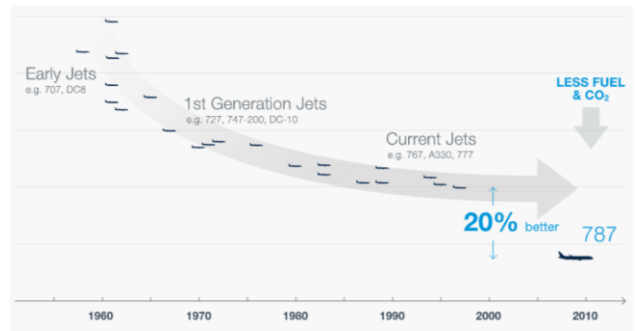
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 2017-2019 上半年客公里收益持续上升



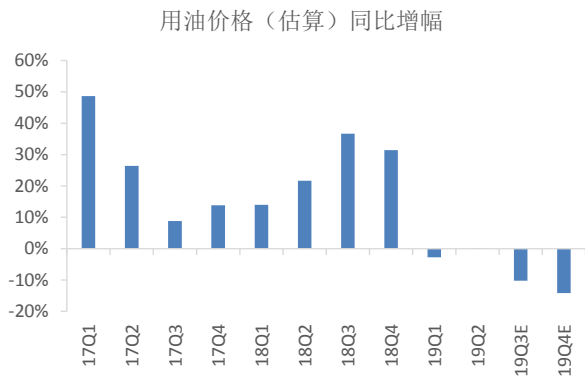
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: 787 飞机燃油效率较传统宽体机显著提升



数据来源: 波音公司

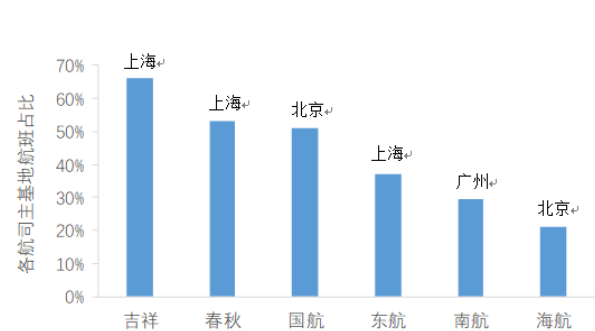
图 5: 2019 下半年油价同比明显下降



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

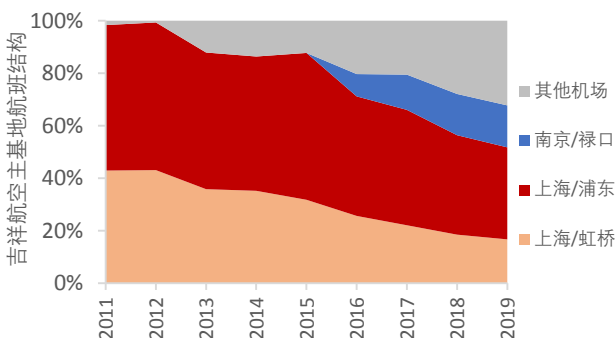
备注: 假设油价按照 2019 年 9 月初水平持续。

图 6: 吉祥拥有高品质时刻网络



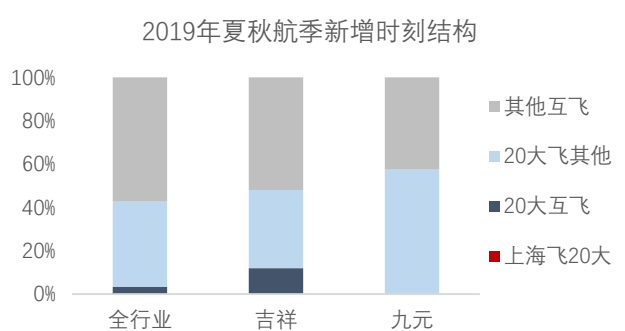
数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

图 7: 吉祥深耕干线——上海南京业务占比 68%



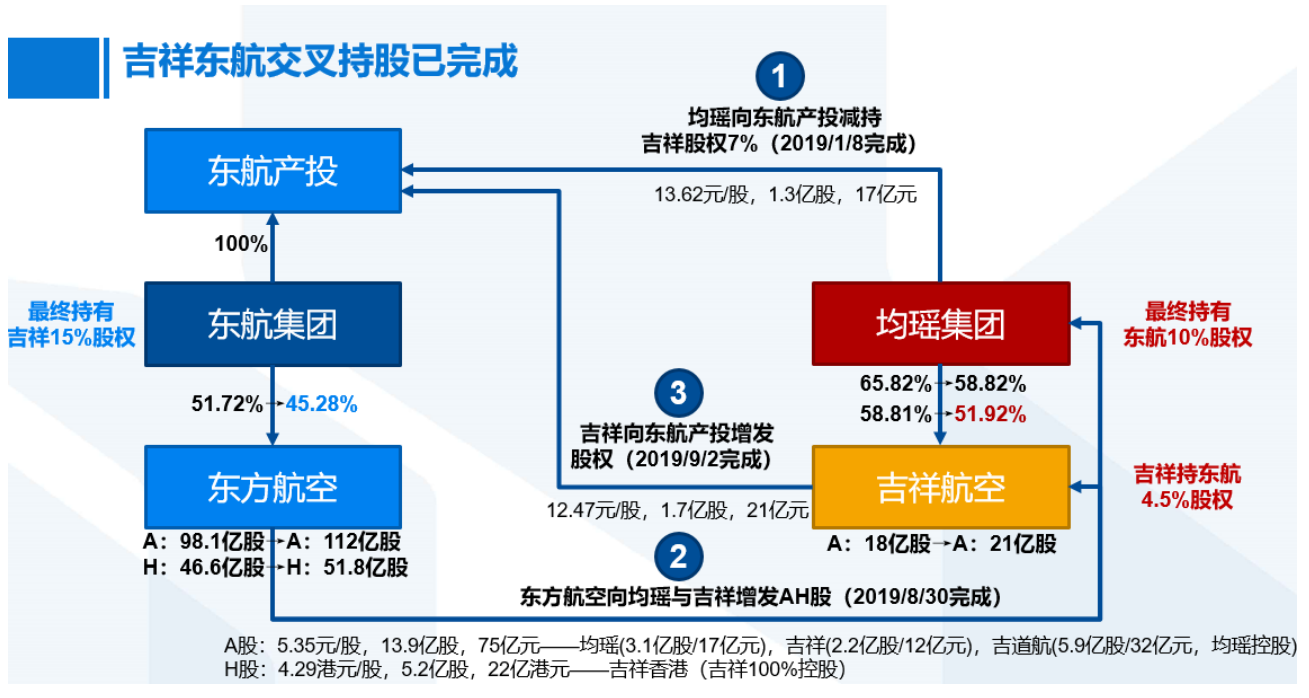
数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

图 8: 行业性时刻瓶颈下, 吉祥继续努力聚焦干线



数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

图 9: 与海外知名廉航相比, 春秋航空净利率较高且相对稳定



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 1: 吉祥航空与东方航空共飞上海航线市场份额估算 (2018 年夏秋航季)

前十五大共飞上海航线	吉祥航空市场份额	东方航空市场份额	吉祥东航合计市场份额
上海-西安/咸阳	22%	52%	74%
上海-青岛/流亭	12%	33%	45%
上海-哈尔滨/太平	23%	23%	46%
上海-深圳/宝安	6%	33%	39%
上海-三亚/凤凰	23%	33%	56%
上海-贵阳/龙洞堡	20%	32%	53%
上海-昆明/长水	16%	50%	66%
上海-沈阳/桃仙	14%	42%	56%
上海-长沙/黄花	13%	61%	74%
上海-重庆/江北	8%	39%	47%
上海-长春/龙嘉	13%	34%	48%
上海-成都/双流	5%	41%	46%
上海-珠海/三灶	14%	40%	54%
上海-大连/周水子	8%	41%	49%
上海-兰州/中川	19%	58%	77%
平均	12%	40%	52%

数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

备注: 市场份额估算综合考虑了航班数量与机型差异。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		