

公司研究

国内航空需求有望释放，公司即将重回增长轨道

——吉祥航空（603885.SH）2020 年报点评

要点

◆**事件：公司发布 2020 年报。**公司 2020 年实现营业收入约 101 亿元，同比下降 39.69%；归母净亏损 4.74 亿元，同比 19 年（盈利 9.94 亿元）由盈转亏，位于业绩预告区间中位数偏上；扣非归母净亏损 6.71 亿元，同比 19 年（盈利 9.04 亿元）由盈转亏，略高于业绩预告上限（6.6 亿）。尽管公司 2020 年未能实现盈利，但仍拟向全体股东派发现金股利（税前）0.1 元/股。

◆**海外航空需求持续处于低位，公司 ASK 大幅下降。**公司 2020 年可用座公里（ASK）同比下降 23.61%，较 19 年同期增速（17.19%）由正转负，其中国内客运需求恢复较好，20 年国内航线 ASK 同比仅下降 11.84%；海外客运需求疫情以来持续处于低位，20 年地区、国际航线 ASK 分别同比下降 75.69%、75.84%。公司综合客座率为 75.19%，同比减少 10.04pct。公司 2020 年飞机利用率为 8.05 小时，较 19 年减少 2.62 小时。公司 20 年底共运营 98 架客机（含九元航空），相较 19 年底增加 2 架，低于上年同期净增数（6 架）。

◆**客公里收益同比下降 14.54%，客运收入大幅下降。**2020 年公司运营的 A320、B737、B787 飞机的客公里收益分别同比变化-22%、-8.11%、+60.71%，但公司由于国际航线较少，B787 飞机对公司整体客公里收益的改善幅度有限。报告期内公司客公里收益为 0.40 元，同比下降 14.54%。综合量价影响，公司 2020 年实现客运收入 93.8 亿元，同比下降 42.4%。

◆**货运业务表现亮眼。**由于疫情催生防疫物资运输需求，而疫情期间大量海外客运航线停运导致腹仓运能短缺，航空货运供需矛盾突出，20 年公司货运吨公里收益同比上涨 115%。公司 20 年实现货邮运输收入 6.2 亿元，同比上涨 107%。

◆**部分经营成本刚性，毛利率转负。**由于经营业务大幅缩减，是在油价大幅下跌、起降费减免等扶植政策的背景下，报告期内公司航油成本、起降费分别同比下降 49.98%、31.46%；但折旧成本存在刚性，公司 2020 年租赁折旧成本同比上涨 7.96%。综合以上，公司 20 年主营成本同比下降 33.95%，降幅低于收入降幅。受此影响，公司报告期内航空运输业务毛利率为-2.53%，同比由正转负。

◆**机队引进提速，迎接国内航空需求释放。**公司 2021 年机队规划净增加 17 架飞机，较 2020 年底机队规模增加约 17%，增速明显高于行业平均水平，其中吉祥航空母公司净增加 11 架，九元航空净增加 6 架。在国内航空需求集中释放的背景下，公司机队引进提速有望提升公司整体盈利能力。

◆**投资建议：**五一机票预订量价齐升，有望超过 2019 年五一假期水平，国内航空需求集中释放趋势明确；公司机队引进提速，有望提升公司整体盈利能力。考虑公司国内航线收入占比较高，我们上调公司 21-22 年 EPS 17%/12% 至 0.21 元/0.56 元，新增 23 年 EPS 为 0.69 元；维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空需求下行；油价、汇率波动影响航空公司盈利；空难等事故发生降低旅客乘机需求。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	16,749	10,102	14,025	17,150	19,579
营业收入增长率	16.59%	-39.69%	38.84%	22.28%	14.17%
净利润（百万元）	994	-474	418	1,096	1,349
净利润增长率	-19.34%	-	-	162.41%	23.06%
EPS（元）	0.51	-0.24	0.21	0.56	0.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.71%	-4.37%	3.52%	7.96%	8.87%
P/E	30	-	72	28	22
P/B	2.3	2.8	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-19

增持（维持）

当前价：15.34 元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

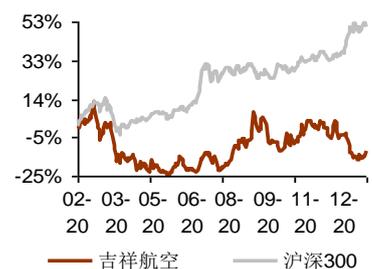
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.66
总市值(亿元)	301.61
一年最低/最高(元)	8.82/16.52
近 3 月换手率	43.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.46	62.31	29.86
绝对	-1.86	55.86	61.87

资料来源：Wind

相关研报

3 月民航恢复势头持续向好，“五一”机票预订量价齐升——航空运输业 2021 年 3 月经营数据点评（2021-04-16）

需求恢复推动航空股价修复，减费放权提升航空公司盈利能力——3 月 15 日航空股大涨及航空运输业 2021 年 2 月经营数据点评（2021-03-16）

征收标准下调利好航司，民航业“降费增效”大势所趋——民航发展基金再次下调点评（2021-03-05）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业 2021 年春季策略报告（2021-03-04）

逆势扩张洲际航线，公司长期成长无忧——吉祥航空（603885.SH）2020 年业绩预告点评（2021-01-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,749	10,102	14,025	17,150	19,579
营业成本	14,400	10,273	12,700	14,811	16,829
折旧和摊销	714	889	930	1,027	1,127
税金及附加	10	5	8	10	12
销售费用	676	425	561	686	783
管理费用	448	456	421	514	587
研发费用	55	49	70	51	59
财务费用	340	375	308	333	345
投资收益	0	88	110	150	200
营业利润	1,287	-749	487	1,409	1,752
利润总额	1,397	-646	567	1,489	1,832
所得税	385	-161	142	372	458
净利润	1,012	-485	426	1,117	1,374
少数股东损益	18	-12	8	20	25
归属母公司净利润	994	-474	418	1,096	1,349
EPS(按最新股本计)	0.51	-0.24	0.21	0.56	0.69

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,737	613	1,741	2,311	2,185
净利润	994	-474	418	1,096	1,349
折旧摊销	714	889	930	1,027	1,127
净营运资金增加	-724	-1,467	839	667	938
其他	1,752	1,665	-446	-480	-1,229
投资活动产生现金流	-9,534	-590	-2,345	-2,375	-2,300
净资本支出	-2,991	-568	-2,500	-2,500	-2,500
长期投资变化	6,774	19	0	0	0
其他资产变化	-13,317	-41	155	125	200
融资活动现金流	6,693	259	2,277	845	722
股本变化	169	0	0	0	0
债务净变化	5,346	1,393	1,727	263	891
无息负债变化	2,994	-163	903	631	442
净现金流	-84	247	1,673	781	607

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.0%	-1.7%	9.4%	13.6%	14.0%
EBITDA 率	14.5%	5.5%	11.5%	15.3%	15.4%
EBIT 率	9.6%	-4.6%	4.9%	9.3%	9.7%
税前净利润率	8.3%	-6.4%	4.0%	8.7%	9.4%
归母净利润率	5.9%	-4.7%	3.0%	6.4%	6.9%
ROA	3.1%	-1.5%	1.2%	2.9%	3.3%
ROE (摊薄)	7.7%	-4.4%	3.5%	8.0%	8.9%
经营性 ROIC	5.4%	-1.7%	2.3%	4.8%	5.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	66%	67%	64%	63%
流动比率	0.47	0.38	0.47	0.53	0.57
速动比率	0.45	0.36	0.46	0.51	0.55
归母权益/有息债务	0.99	0.75	0.74	0.84	0.88
有形资产/有息债务	2.44	2.09	2.10	2.23	2.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	33,138	32,308	35,965	38,790	41,574
货币资金	1,622	1,833	3,506	4,287	4,895
交易性金融资产	113	145	100	100	100
应收帐款	529	520	510	684	834
应收票据	10	0	5	6	5
其他应收款 (合计)	1,208	1,183	1,545	1,711	2,134
存货	198	207	193	242	290
其他流动资产	497	160	160	160	160
流动资产合计	4,646	4,318	6,451	7,650	8,930
其他权益工具	0	5,359	5,359	5,359	5,359
长期股权投资	6,774	19	19	19	19
固定资产	13,380	14,289	15,442	16,535	17,560
在建工程	6,132	6,018	6,214	6,371	6,497
无形资产	133	875	846	817	790
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	797	17	17	17	17
非流动资产合计	28,492	27,990	29,513	31,141	32,644
总负债	20,194	21,424	24,055	24,949	26,282
短期借款	3,410	6,240	7,898	8,031	8,791
应付账款	1,263	1,014	1,165	1,373	1,588
应付票据	88	196	144	180	239
预收账款	1,160	0	570	628	504
其他流动负债	0	25	25	25	25
流动负债合计	9,825	11,346	13,719	14,513	15,746
长期借款	6,912	6,019	6,019	6,019	6,019
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	139	117	117	117	117
非流动负债合计	10,370	10,078	10,336	10,436	10,536
股东权益	12,944	10,884	11,910	13,841	15,292
股本	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
公积金	5,822	5,822	5,864	5,973	6,096
未分配利润	5,106	4,460	4,639	5,541	6,545
归属母公司权益	12,899	10,851	11,869	13,780	15,206
少数股东权益	45	33	41	61	86

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.04%	4.21%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	2.68%	4.51%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	2.03%	3.71%	2.19%	1.94%	1.76%
研发费用率	0.33%	0.48%	0.50%	0.30%	0.30%
所得税率	28%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.10	0.04	0.11	0.14
每股经营现金流	1.39	0.31	0.89	1.18	1.11
每股净资产	6.56	5.52	6.04	7.01	7.73
每股销售收入	8.52	5.14	7.13	8.72	9.96

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	30	-	72	28	22
PB	2.3	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	16.8	106.4	28.6	17.8	15.7
股息率	0.7%	0.7%	0.3%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE