

证券研究报告—动态报告

交通运输

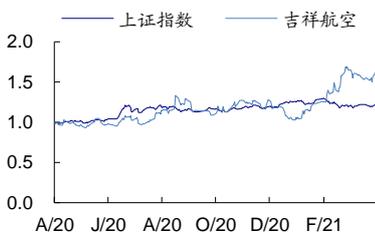
航空机场

吉祥航空(603885)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 20 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,966/1,797 |
| 总市值/流通(百万元) | 30,161/27,566 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,478/14,118 |
| 12 个月最高/最低(元) | 16.52/8.82 |

相关研究报告:

《吉祥航空-603885-深度报告: 民营航司翘楚, 周期探底梦旅生花》——2021-03-06

证券分析师: 姜明

 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

证券分析师: 曾凡喆

 E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

四季度逆势盈利, 看好业绩复苏

● 2020 年疫情扰动经营, 四季度逆势盈利

20 年疫情扰动航空市场, 公司营收 101.0 亿 (-39.7%), 归母净利润-4.74 亿, 其中四季度收入 29.32 亿, 归母净利润 0.06 亿, 逆势盈利。

● 疫情导致业务量下滑, 但恢复速度相对较快

公司全年 ASK 降 23.6%, RPK 降 32.6%, 客座率 75.19%, 降 10.04pct。客公里收益 0.4001 元, 降 14.5%, 客运收入 93.75 亿, 降 42.4%。货邮表现亮眼, 收入 6.2 亿 (+107.1%)。Q4 运投持续恢复, 季度 ASK 降 6.1%, RPK 降 9.0%, 客座率 80.55% (-2.55pct)。4Q 单位 RPK 营业收入 0.3814 元, 降 14%, 收入 29.32 亿, 降 21.7%, 但得益于较快的复苏进程、低位油价、成本节约及汇兑收益等因素, 逆势盈利。

● 成本半刚性, 费用整体金额相对稳定

即便运投下滑, 但折旧、薪酬等半刚性的成本压力犹存。费用端, 销售费用随业务量下挫而显著走低, 管理费用及研发费用相对稳定。利息支出有所提升, 但得益于人民币升值, 财务费用仅略升。此外, 投资收益及其他收益的上升修复盈利, 业绩基本符合预期。

● 投资建议: 国内线回暖, 看好公司业绩复苏, 维持“买入”评级

民营航司运力腾挪相对灵活, 运力消化压力较小。一旦国门开放消化行业宽体机运力, 民航有望迎来高景气区间, 若海航重组实现集中度提升, 则可看高一线。上调 21-22 年盈利预测 38%、4%至 8.1 亿、19.1 亿, 引进 23 年预测, 预计 23 年盈利 24.4 亿。维持“买入”评级及目标价 18.8 元, 目标价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值为 19.3X、15.2X。

● 风险提示: 经济复苏不及预期, 油价汇率剧烈波动, 安全事故
盈利预测和财务指标

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 16,749 | 10,102 | 16,372 | 21,137 | 24,509 |
| (+/-%) | 16.6% | -39.7% | 62.1% | 29.1% | 16.0% |
| 净利润(百万元) | 994 | -474 | 809.79 | 1911.84 | 2436.22 |
| (+/-%) | -19.3% | -147.6% | -270.9% | 136.1% | 27.4% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.51 | -0.24 | 0.41 | 0.97 | 1.24 |
| EBIT Margin | 7.3% | -10.5% | 4.4% | 11.0% | 12.2% |
| 净资产收益率(ROE) | 7.7% | -4.4% | 6.9% | 14.3% | 16.1% |
| 市盈率(PE) | 25.3 | -53.2 | 31.1 | 13.2 | 10.3 |
| EV/EBITDA | 23.5 | -276.5 | 31.0 | 15.0 | 12.3 |
| 市净率(PB) | 1.95 | 2.32 | 2.16 | 1.88 | 1.67 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年营收下降录得亏损，但四季度逆势盈利

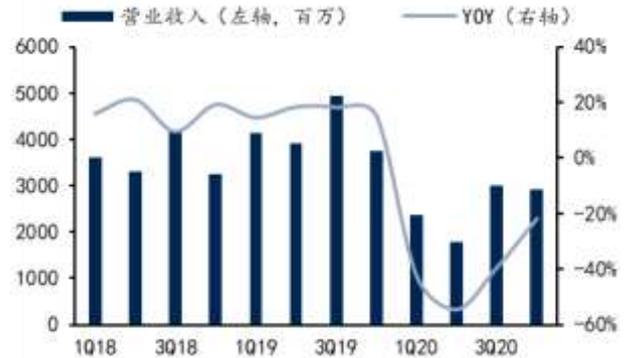
2020 年因疫情影响民航客运，公司全年营收 101.0 亿，同比下降 39.7%，实现归母净利润-4.74 亿，其中四季度营业收入 29.32 亿，实现归母净利润 0.06 亿，逆势盈利。

图 1: 吉祥航空营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 吉祥航空单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 吉祥航空归母净利润



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 吉祥航空单季度归母净利润

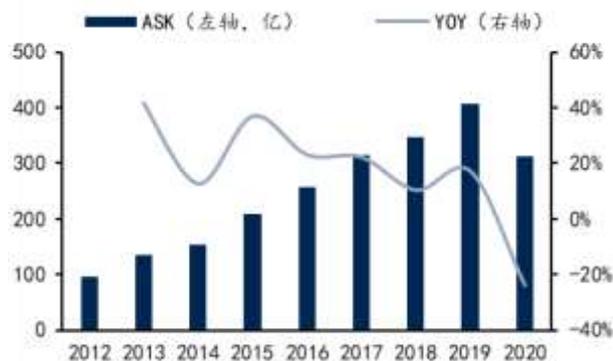


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情之下客运业务显著下挫，量价双降，货邮表现亮眼

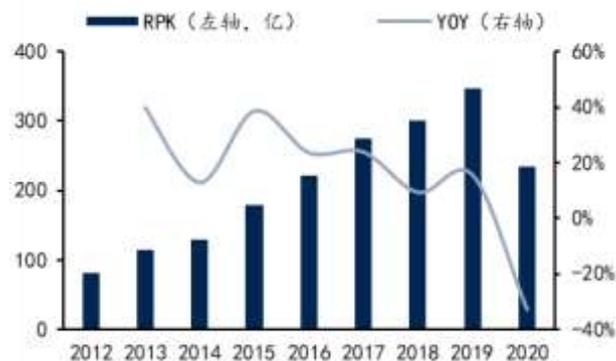
疫情之下公司业务量显著下挫，但相比大航恢复较快，全年 ASK 同比下降 23.6%，RPK 同比下降 32.6%，客座率 75.19%，同比下降 10.04pct。运价方面，公司客公里收益 0.4001 元，同比下降 14.5%，客运收入 93.75 亿，同比下降 42.4%。货邮表现亮眼，全年货邮收入 6.2 亿，同比大增 107.1%。

图 5: 吉祥航空 ASK 及同比增速



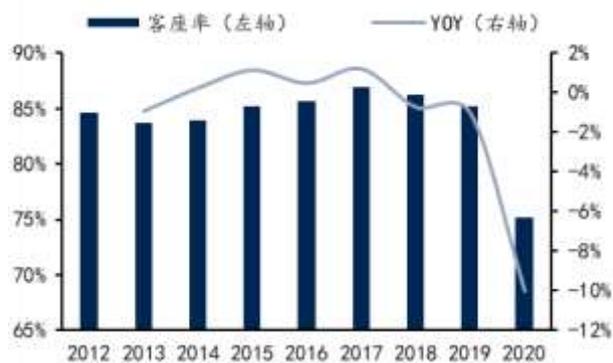
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 吉祥航空 RPK 及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 吉祥航空客座率及同比变动



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 吉祥航空客公里收益走势

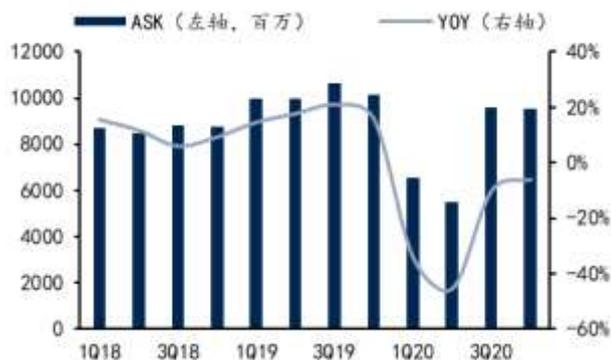


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

单四季度来看, 即便 11 月上海疫情有所反复, 公司运投仍持续恢复, 单季度 ASK 降幅 6.1%, 降幅环比三季度收窄 3.9pct, RPK 降幅 9.0%, 降幅环比收窄 9.3pct, 客座率回归 80% 以上, 为 80.55%, 同比仅下降 2.55pct。四季度运价仍呈现下降态势, 单位 RPK 营业收入 0.3814 元, 同比下降 14%。

受制于业务量及运价下滑, 公司四季度营业收入 29.32 亿, 同比下降 21.7%, 但得益于相对更快的复苏进程、低位油价、成本节约及四季度人民币对美元显著升值带来的汇兑收益等综合因素, 公司四季度实现逆势盈利。

图 9：吉祥航空单季度 ASK 及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：吉祥航空单季度 RPK 及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：吉祥航空单季度客座率及同比变动



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：吉祥航空单季度单位 RPK 营业收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

刚性成本压制业绩表现

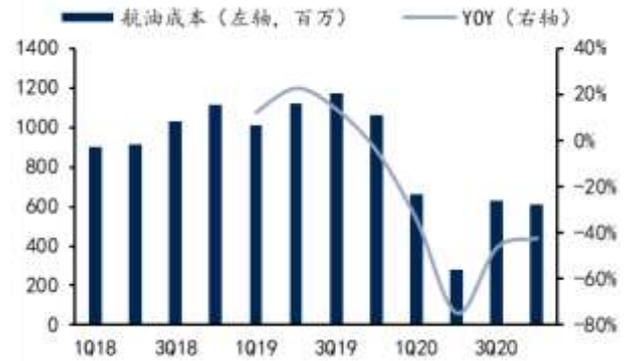
民航成本分为航油、起降费等变动成本及相对恒定的如折旧、员工薪酬等固定成本。2020 年公司业务量显著下降，航油、起降费、餐食费成本显著下降，其中航油成本 21.8 亿，同比下降 50.0%，起降费 15.3 亿，同比下降 31.4%，餐食费 1.6 亿，同比下降 53.6%。薪酬、折旧成本波动不大，其中薪酬成本 23.3 亿，同比下降 14.3%，折旧 27.7 亿，同比上升 8.0%，压制业绩表现。

图 13: 吉祥航空航油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 吉祥航空单季度航油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 吉祥航空非油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 吉祥航空单季度非油成本



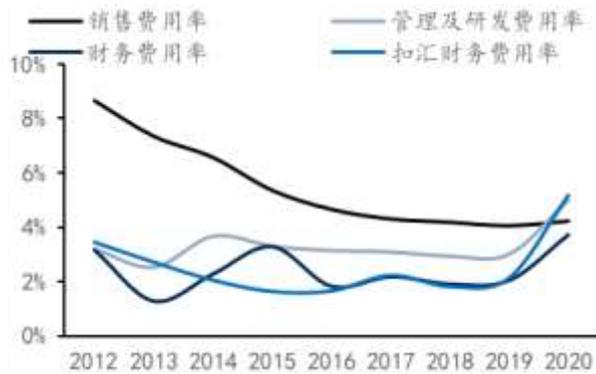
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销售费用下降，管理费用金额平稳，利息支出走高，汇兑收益助推费用节约

销售费用随业务量下挫而显著走低，全年为 4.25 亿，同比下降 37.1%，销售费用率 4.21%，同比略升 0.17pct；管理费用及研发费用相对稳定，其中管理费用 4.56 亿，同比微升，管理费用率 4.51%，同比提高 1.83pct，研发费用 0.50 亿，同比微降，研发费用率 0.48%，同比上升 0.15pct。财务费用方面，公司利息支出略有提升，为 5.35 亿，同比提高 1.52 亿，但得益于人民币升值，公司录得 1.46 亿汇兑收益，实际财务费用 3.75 亿，同比略升。

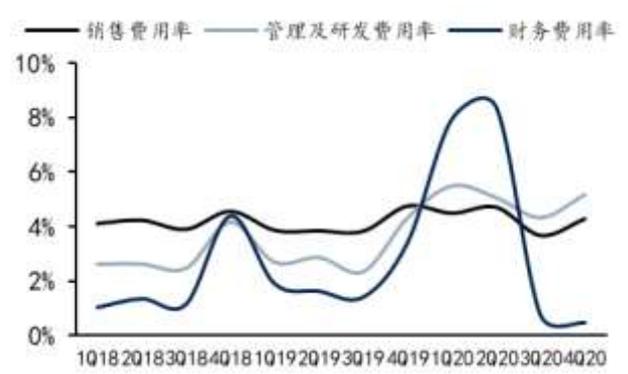
2020 年公司全年投资收益 0.88 亿，2019 年为 0.00 亿，其他收益为 6.41 亿，2019 年为 4.47 亿，显著修复业绩，整体来看，得益于国内市场的持续复苏，公司业绩基本符合预期。

图 17: 吉祥航空费用水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 吉祥航空单季度费用水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好民航国内市场复苏趋势, 维持“买入”评级。

2021 年民航国内市场强势复苏, 3 月国内线客流量已经超越 2019 年同期。随着国内市场的持续修复, 五一假期、暑运均值得期待。民营航司依托相对精简的机队规模, 运力腾挪相对灵活, 且历史上吉祥航空国际线占比并不算高, 运力回流国内消化压力较小, 有望充分享受国内航线的景气回归。

中期来看, 随着疫苗普及, 疫情终将成为过去式, 一旦国门开放消化行业宽体机运力, 民航整体有望迎来全面的高景气区间。当前海航重组进行中, 如重组结果能够实现集中度提升, 则景气度可看高一线。

2021 年吉祥拟引进 20 架飞机, 净增 17 架飞机, 回归高速成长, 且增资九元航空, 大力拓展双品牌驱动战略。考虑到国内线快速复苏, 相比于前次报告, 自 5.86 亿、18.46 亿上调 2021-2022 年盈利预测 38%、4%至 8.10 亿、19.12 亿, 引进 2023 年盈利预测, 预计 2023 年盈利 24.36 亿。维持“买入”评级及目标价 18.8 元, 目标价对应 2022-2023 年 EPS 的 PE 估值为 19.3X、15.2X。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 1833 | 1760 | 1738 | 1777 | 营业收入 | 10102 | 16372 | 21137 | 24509 |
| 应收款项 | 1703 | 2243 | 2316 | 2552 | 营业成本 | 10273 | 14359 | 17248 | 19731 |
| 存货净额 | 207 | 259 | 268 | 255 | 营业税金及附加 | 5 | 15 | 19 | 22 |
| 其他流动资产 | 431 | 819 | 1057 | 1225 | 销售费用 | 425 | 655 | 845 | 980 |
| 流动资产合计 | 4318 | 5196 | 5500 | 5936 | 管理费用 | 456 | 624 | 701 | 795 |
| 固定资产 | 20307 | 23448 | 25451 | 27792 | 财务费用 | 375 | 478 | 590 | 592 |
| 无形资产及其他 | 875 | 840 | 805 | 770 | 投资收益 | 88 | 100 | 100 | 100 |
| 投资性房地产 | 6789 | 6789 | 6789 | 6789 | 资产减值及公允价值变动 | (5) | (6) | (7) | (6) |
| 长期股权投资 | 19 | 19 | 19 | 19 | 其他收入 | 601 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 32308 | 36292 | 38564 | 41306 | 营业利润 | (749) | 335 | 1827 | 2484 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 8371 | 10023 | 9601 | 10148 | 营业外净收支 | 103 | 756 | 750 | 800 |
| 应付款项 | 1211 | 1667 | 1784 | 1784 | 利润总额 | (646) | 1091 | 2577 | 3284 |
| 其他流动负债 | 1765 | 2510 | 3024 | 3254 | 所得税费用 | (161) | 262 | 618 | 788 |
| 流动负债合计 | 11346 | 14200 | 14409 | 15186 | 少数股东损益 | (12) | 20 | 47 | 59 |
| 长期借款及应付债券 | 6019 | 6019 | 6019 | 6019 | 归属于母公司净利润 | (474) | 810 | 1912 | 2436 |
| 其他长期负债 | 4059 | 4359 | 4659 | 4877 | | | | | |
| 长期负债合计 | 10078 | 10378 | 10678 | 10896 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 21424 | 24578 | 25087 | 26082 | 净利润 | (474) | 810 | 1912 | 2436 |
| 少数股东权益 | 33 | 53 | 95 | 137 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 10851 | 11661 | 13382 | 15087 | 折旧摊销 | 889 | 888 | 1025 | 1188 |
| 负债和股东权益总计 | 32308 | 36292 | 38564 | 41306 | 公允价值变动损失 | 5 | 6 | 7 | 6 |
| | | | | | 财务费用 | 375 | 478 | 590 | 592 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (4308) | 522 | 611 | 57 |
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 其它 | (33) | 20 | 42 | 42 |
| 每股收益 | -0.24 | 0.41 | 0.97 | 1.24 | 经营活动现金流 | (3921) | 2245 | 3597 | 3729 |
| 每股红利 | 0.44 | 0.00 | 0.10 | 0.37 | 资本开支 | (1650) | (4000) | (3000) | (3500) |
| 每股净资产 | 5.52 | 5.93 | 6.81 | 7.67 | 其它投资现金流 | (32) | 30 | (6) | (6) |
| ROIC | -3% | 2% | 6% | 8% | 投资活动现金流 | 5072 | (3970) | (3006) | (3506) |
| ROE | -4% | 7% | 14% | 16% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | -2% | 12% | 18% | 19% | 负债净变化 | (893) | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | -10% | 4% | 11% | 12% | 支付股利、利息 | (872) | 0 | (191) | (731) |
| EBITDA Margin | -2% | 10% | 16% | 17% | 其它融资现金流 | 2590 | 1652 | (421) | 546 |
| 收入增长 | -40% | 62% | 29% | 16% | 融资活动现金流 | (941) | 1652 | (613) | (184) |
| 净利润增长率 | -148% | -271% | 136% | 27% | 现金净变动 | 210 | (73) | (22) | 39 |
| 资产负债率 | 66% | 68% | 65% | 63% | 货币资金的期初余额 | 1622 | 1833 | 1760 | 1738 |
| 息率 | 3.5% | 0.0% | 0.8% | 2.9% | 货币资金的期末余额 | 1833 | 1760 | 1738 | 1777 |
| P/E | -53.2 | 31.1 | 13.2 | 10.3 | 企业自由现金流 | (5864) | (2044) | 402 | 11 |
| P/B | 2.3 | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 权益自由现金流 | (4167) | (762) | (468) | 108 |
| EV/EBITDA | -276.5 | 31.0 | 15.0 | 12.3 | | | | | |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032