

H1 扣汇净利润-2.7 亿，成本控制略超预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年半年报, 2021 年 H1 实现营收 60.5 亿元 (+45%), 对应归母净利润 1.02 亿元, 扣非归母净利润 1.0 亿元。其中 Q2 实现归母净利润 3.8 亿元, 扣非归母净利润 3.42 亿元, 高于 19 年 Q2 的 1.79/1.72 亿元。公司上半年业绩略超预期。
- **H1 扣汇利润仍为负, Q2 毛利率 17%。** 经测算, 公司 21H1 扣汇净利润为-2.7 亿元 (21H1 汇兑收益 3.7 亿元)。经租进表推升公司美元敞口, 提高公司汇率敏感性, 21 年中汇率变动 1% 对应 7229 万元净利润变动, 20 年底对应 1542 万净利润变动。21H1 实现毛利 3.1 亿元, 其中 Q2 单季度毛利 5.98 亿元, 对应 17% 毛利率, 19 年 Q2 毛利率为 10%。
- **内线数据全面恢复, 国内 ASK/RPK 超越 19 年同期水平。** 公司 21 年上半年 ASK 同比增加 58%, RPK 同比增加 81%。其中国内 ASK/RPK 相比较于 19 年同期增加 11%/2%。21 上半年客运量 1004 万人次 (+88.73%), 其中国内客运量相比较于 19 年增加 5%。21 年上半年客座率 78%, 同比 20 年增加 10 个百分点。
- **客收回升, 单位成本维持低位, 航线补贴增厚利润。** 21 年上半年客公里收入为 0.4 (-20%), 单位营业成本为 0.3 (-23%), 扣油成本为 0.22 (-31%)。21Q2 客收为 0.42, 环比 Q1 增长 16%, 接近 19 年同期 0.45 的客收。随着产能利用率逐步提升, 客收水平得到有力支撑。21 年上半年航线补贴 3.5 亿元 (+60%), 下沉市场稳定的航线补贴增厚利润, 提高公司业绩确定性。
- **定增用于运力扩张, 拟推出员工持股计划。** 公司拟定增募资不超过 24.5 亿元用于引进 3 架 A320, 2 架 B787 以及一台备用发动机, 10.5 亿元用于偿还银行贷款。本轮员工持股计划涉及 538 万股, 约占现有股本总额 0.27%, 累计不超过公司股本总额 10%。
- **盈利预测与投资建议:** 吉祥航空 PB 历史中枢 4.08, 标准差为 2.99; PE 中枢为 25.64 (排除 PE 为负时间段), 标准差为 10.17。结合对标公司的估值, 以及公司历史估值水平, 我们认为 2023 年公司盈利可达 21.8 亿元, 对应 21~23 年归母净利润复合增速为 126%, 给予 15 倍 PE, 对应市值/目标价 327 亿元/16.63 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10,101.6	15,143.0	17,342.0	20,024.0
增长率	-39.7%	49.9%	14.5%	15.5%
归属母公司净利润 (百万元)	-473.8	700.6	1,305.0	2,184.3
增长率	-147.6%	247.9%	86.3%	67.4%
每股收益 EPS (元)	-0.24	0.36	0.66	1.11
净资产收益率 ROE	-4.5%	5.5%	9.4%	13.8%
PE	-48.8	33.0	17.7	10.6
PB	2.13	1.78	1.63	1.44

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
 执业证号: S1250518110001
 电话: 13916801840
 邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.66
流通 A 股(亿股)	17.97
52 周内股价区间(元)	9.47-17.42
总市值(亿元)	231.22
总资产(亿元)	425.79
每股净资产(元)	5.35

相关研究

目 录

1 寻求差异化竞争的优秀民营航司	1
1.1 均瑶集团控股的航司	1
1.2 双品牌双枢纽实现全客群覆盖	4
1.3 差异化的经营策略，宽体机引入提升业绩弹性	4
2 高毛利与最适成本结构	7
3 向上的β：短期消化冗余运力，中期供需关系向好	9
3.1 需求：短期看疫苗接种，中期依赖旅游市场本土化	9
3.2 供给：十四五期间行业产能扩张减缓，行业格局有望优化	11
3.3 短期供需承压，后疫情时代供需结构有望好转	12
4 盈利预测与估值	14
4.1 盈利预测	14
4.2 相对估值	15
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 吉祥航空股权结构图	1
图 2: 吉祥航空半年度营业收入(万元).....	2
图 3: 吉祥航空半年度归母净利润(亿元).....	2
图 4: 吉祥航空国内 ASK (万座公里)	2
图 5: 吉祥航空国内 RPK (万客公里)	2
图 6: 吉祥航空分季度客公里收入 (元)	2
图 7: 吉祥航空分季度客座率 (%)	2
图 8: 吉祥航空营业收入(亿元).....	3
图 9: 吉祥航空归母净利润(亿元).....	3
图 10: 吉祥航空 ASK (百万客公里)	3
图 11: 吉祥航空客座率 (%)	3
图 12: 吉祥航空客公里收益(元/客公里).....	3
图 13: 吉祥航空人均客运收入 (元/人次)	3
图 14: 2021 年夏秋上海机场份额占比-按起降数	4
图 15: 2021 年夏秋吉祥航空运力投放-按座位数	4
图 16: 21 夏秋九元航空运力投放情况	4
图 17: 21 夏秋吉祥航空国内航线网络	5
图 18: 吉祥航空机队规模(架).....	6
图 19: 五大航司毛利率	6
图 20: 五大航司单位 ASK 扣油成本(元/座公里).....	6
图 21: 不同机型客公里收益(元/收入客公里).....	7
图 22: 五大航司毛利率比较	7
图 23: 五大航司费用率比较	7
图 24: 五大航司归母净利率比较	7
图 25: 五大航司客公里收入 (元/客公里)	8
图 26: 五大航司客座率比较(%).....	8
图 27: 五大航司单位 ASK 燃油成本(元/座公里).....	8
图 28: 五大航司单位 ASK 扣油成本(元/座公里).....	8
图 29: 五大航司单位 ROA (%)	9
图 30: 五大航司 ROIC (%)	9
图 31: 国内无新增病例天数	9
图 32: 国内疫情地图	9
图 33: 国内民航客运量相比于 2019 年恢复百分比.....	10
图 34: 节假日民航日均旅客量(万人).....	10
图 35: 民航 RPK 与 GDP 高度相关	10
图 36: 监管周期与产能(百万座公里).....	11
图 37: 三大航未来三年机队扩张计划 (架)	11
图 38: 民航 RPK 与 ASK 增速	13
图 39: 2019 中国国航座位占比	13

图 40：2019 中国国航 ASK 占比	13
图 41：航空业 PB 与 ROE(%).....	14
图 42：吉祥航空 PB/Band.....	16
图 43：吉祥航空 PE/Band.....	16

表 目 录

表 1：民航业机队规模	12
表 2：吉祥盈利预测.....	14
表 3：可比公司估值.....	15
附表：财务预测与估值	17

1 寻求差异化竞争的优秀民营航司

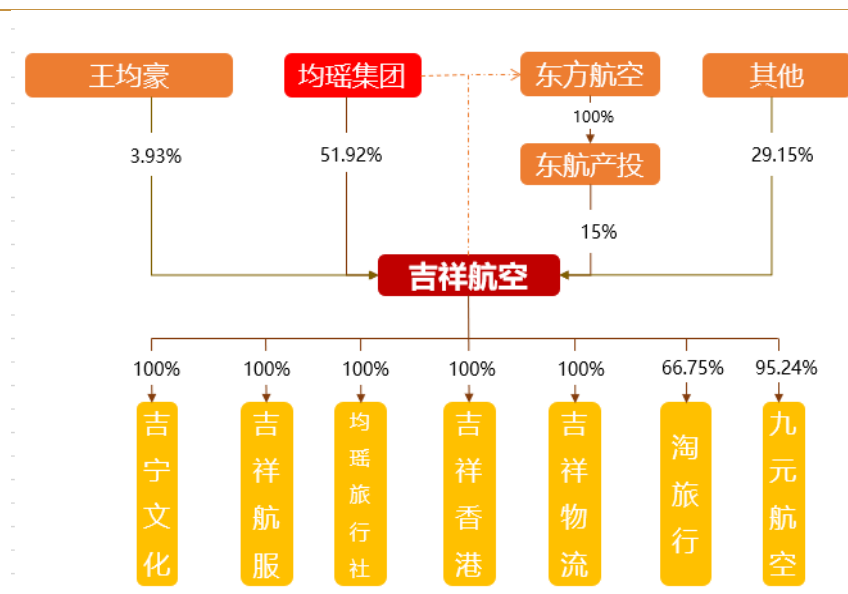
1.1 均瑶集团控股的航司

吉祥航空,均瑶集团控股的民营航空公司。上海吉祥航空股份有限公司于 2006 年成立,是国内著名民营企业均瑶集团成立的以上海为基地的新兴民营航空公司。公司经过九年的经营,于 2015 年 5 月完成 IPO 在 A 股上市。

与东航交叉持股，东航产投持股 15%。王均金持有均瑶集团 36.14%股权，并通过其与王瀚之间的股权委托管理安排，合计控制均瑶集团 71.77%股权，为公司实际控制人。2019 年公司完成与东方航空的交叉持股，东航全资子公司东航产投持有公司 15%的股份。均瑶集团、东航产投、王均豪、均瑶投资、大众交通、分别持有吉祥航空 51.92%、15%、3.93%、1.83%、1.18%的股份。

持有东航 10.25%股份。纳入公司报表子公司共 12 家。公司通过全资子公司吉祥香港与上海吉道航持有东方航空股份，与均瑶集团一起作为一致行动人，合计持有东方航空 10.25%股份。公司持有主基地位于广州的低成本航司九元航空 95.24%的股份，与主基地位于上海的吉祥航空形成差异化定位。

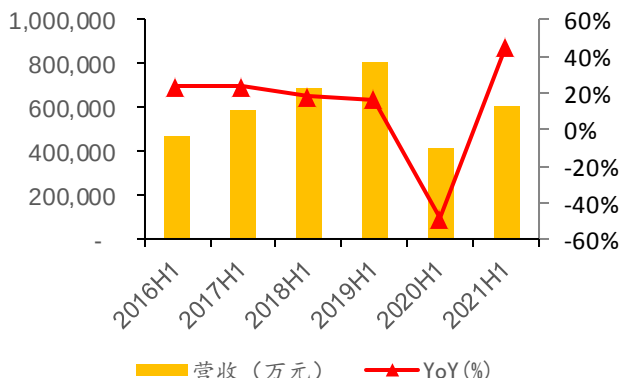
图 1: 吉祥航空股权结构图



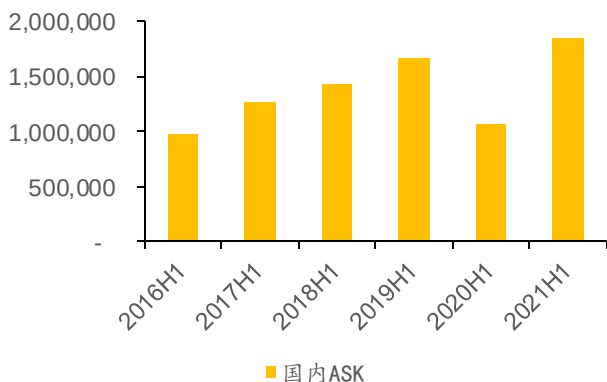
数据来源：公司公告，西南证券整理

2021H1, 公司实现营收 61 亿元 (+45%), 归母净利润 1.02 亿元, 同比扭亏。

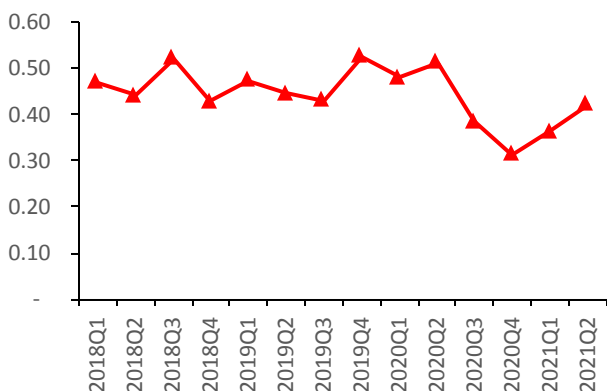
经营数据上,看国内线,ASK 与 RPK 数据超越 19 年同期水平。21 上半年客座率 78%, 同比提高十个百分点。

图 2：吉祥航空半年度营业收入(万元)


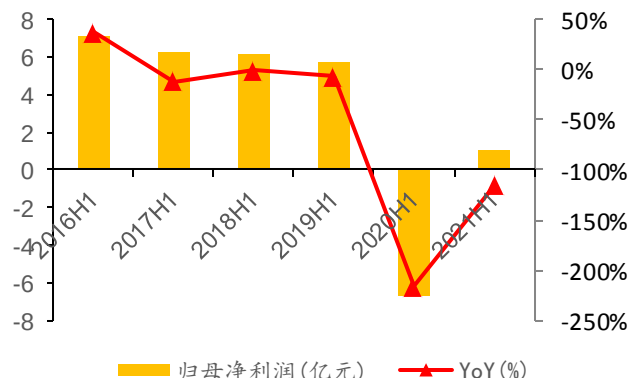
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：吉祥航空国内 ASK (万座公里)


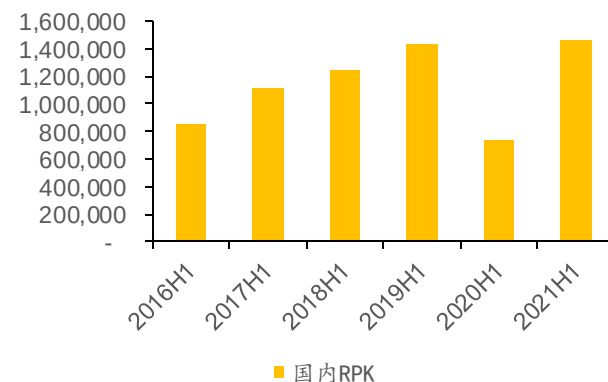
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：吉祥航空分季度客公里收入 (元)


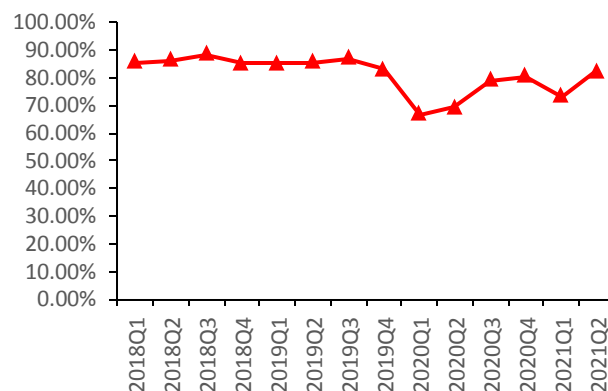
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：吉祥航空半年度归母净利润(亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：吉祥航空国内 RPK (万客公里)


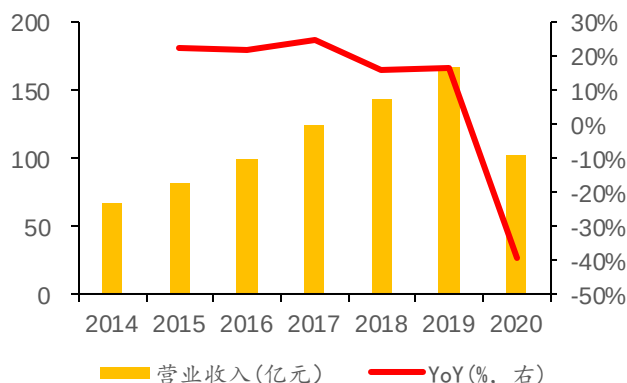
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：吉祥航空分季度客座率 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

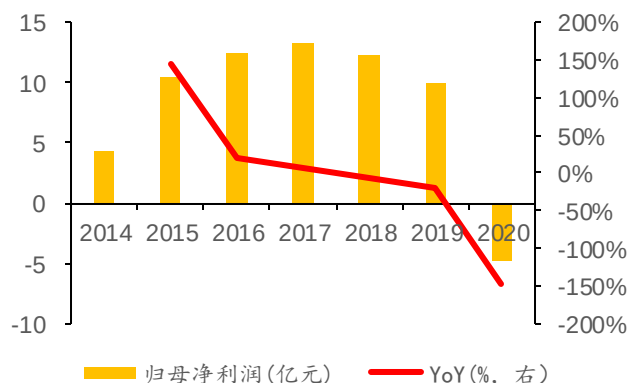
2020 年，公司实现营收 101.02 亿元 (-39%)，其中航空客运收入 93.75 亿元，占营业收入 92.81%，航空货运收入 6.20 亿元，占营业收入 6.13%。归母净利润-4.74 亿元 (19 年同期 9.94 亿元)，2020 年民航业受疫情影响大幅亏损，公司在上市航企中亏损较少，体现较高的经营韧性。

图 8：吉祥航空营业收入(亿元)



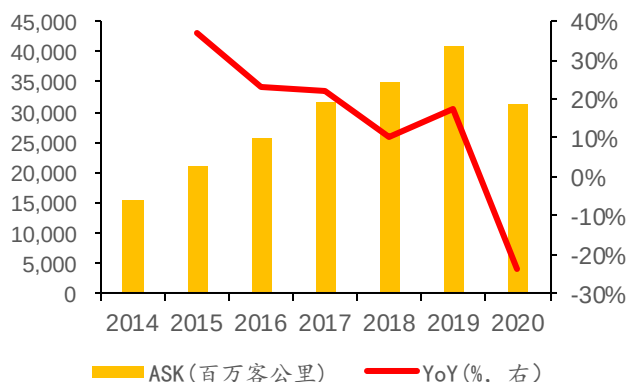
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：吉祥航空归母净利润(亿元)



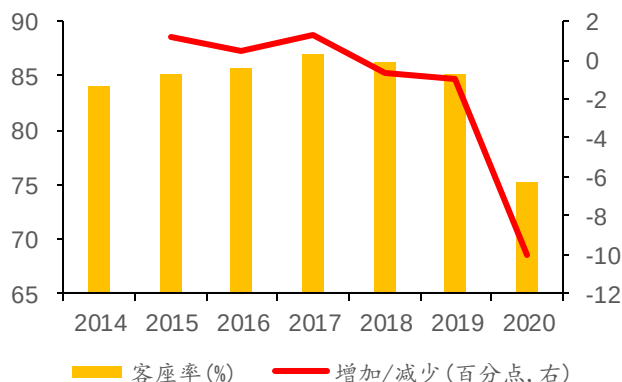
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：吉祥航空 ASK (百万客公里)



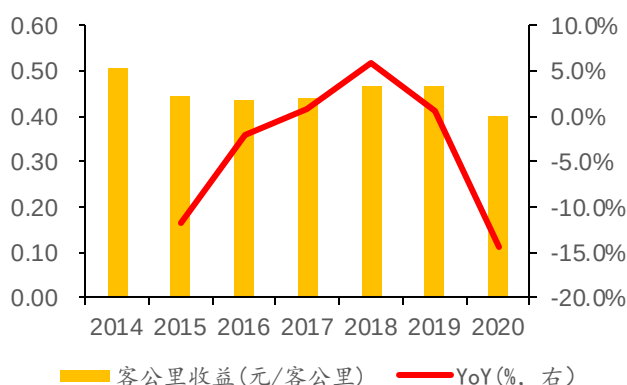
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 11：吉祥航空客座率 (%)



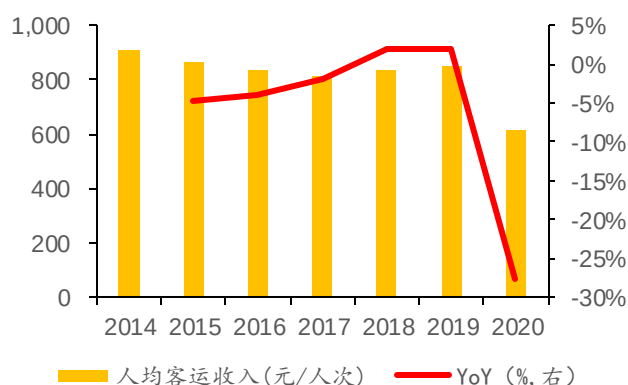
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 12：吉祥航空客公里收益(元/客公里)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：吉祥航空人均客运收入 (元/人次)



数据来源：公司公告，西南证券整理

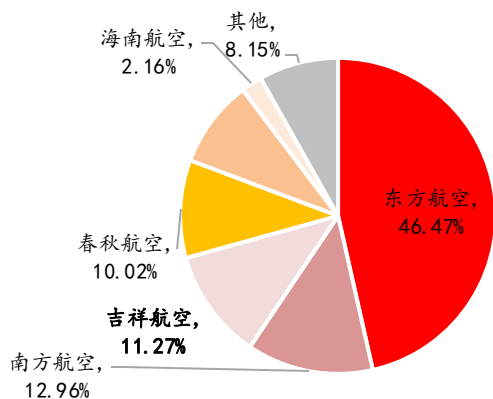
2020 年公司 ASK 合计/国内/国际/地区同比 2019 年分别下降 23.61/11.84/75.84/75.69%，RPK 分别下降 32.6/22.19/82.7/32.6%。2020 全年客座率为 75.19%，19 年同期为 85.2%，客公里收益为 0.40 元，19 年同期为 0.468 元。2020 年人均客运收入为 613 元，2019 年为 848 元。

1.2 双品牌双枢纽实现全客群覆盖

吉祥航空以上海基地为主，以南京基地为辅，九元航空深耕广州主基地。公司采取主运营基地模式，吉祥航空以上海虹桥、浦东两场为主基地机场，2016 年一线机场时刻资源紧张，公司开辟南京辅助基地；控股子公司九元航空以广州白云机场为主基地机场，是南航之外唯一主基地位于广州的航司。吉祥航空定位于中高端商务以及旅行休闲客户，九元航空定位低成本航空出行市场。长三角与珠三角繁荣的经济催生大量稳定的商旅出行需求，公司采取吉祥航空与九元航空双品牌双枢纽发展战略，实现高、中、低端旅客市场全覆盖。

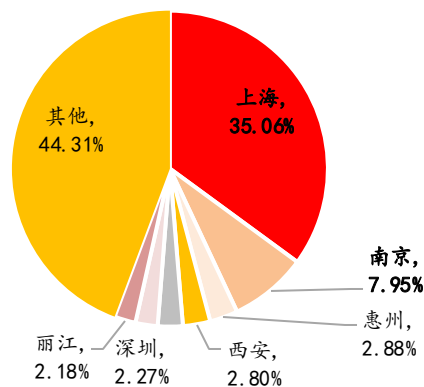
公司在上海两场市占率 11.27%，上海基地运力占比 35%。21 夏秋航季公司在上海两场市占率 11.27%，仅次于东航与南航，同时上海基地与南京基地占公司静态座位数比例为 43%。九元航空运力投放集中在广州、贵阳以及海口，三地静态座位占公司整体运力比例超过 40%。公司大部分运力投放集中在主基地。

图 14：2021 年夏秋上海机场份额占比-按起降数



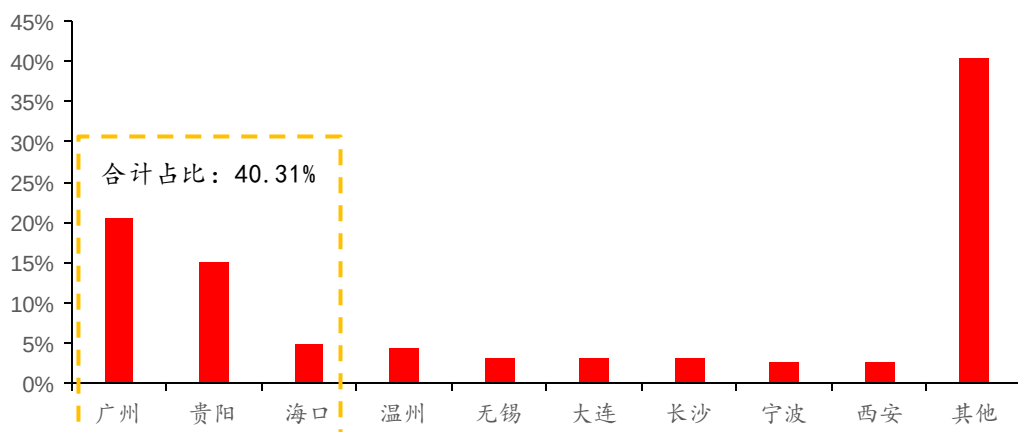
数据来源：PreFlight，西南证券整理

图 15：2021 年夏秋吉祥航空运力投放-按座位数



数据来源：PreFlight，西南证券整理

图 16：21 夏秋九元航空运力投放情况



数据来源：PreFlight，西南证券整理

1.3 差异化的经营策略，宽体机引入提升业绩弹性

主打差异化是公司参与行业竞争的底色。公司明确服务理念为提供高性价比服务：以最优成本结构支撑略低于市场竞争对手的价格水平，同时为客户提供超预期的高性价比出行体验。吉祥航空的差异化竞争策略还体现在航线、航班安排方面。吉祥航空善于挖掘尚未被竞争对手关注的潜在市场，同时，吉祥航空十分注重航班在上海两大机场之间的差异化安排，根据市场情况和航线资源，公司合理布局浦东机场与虹桥机场的航线分布。

灵活的航线网络，优化的时刻布局。为了集中运力增强公司品牌在华东地区的影响力，公司将区域主要城市如杭州、无锡等作为网络建设方向。同时，通过优化机型、时刻等资源，合理布局航线结构：将精品干线集中到虹桥运行，并适时匹配宽体机发挥优质资源效能。同时公司积极布局热点旅游市场，增投海拉尔、丽江、三亚、兰州、西宁等航线，丰富了航线网络结构，提高了飞机利用率。

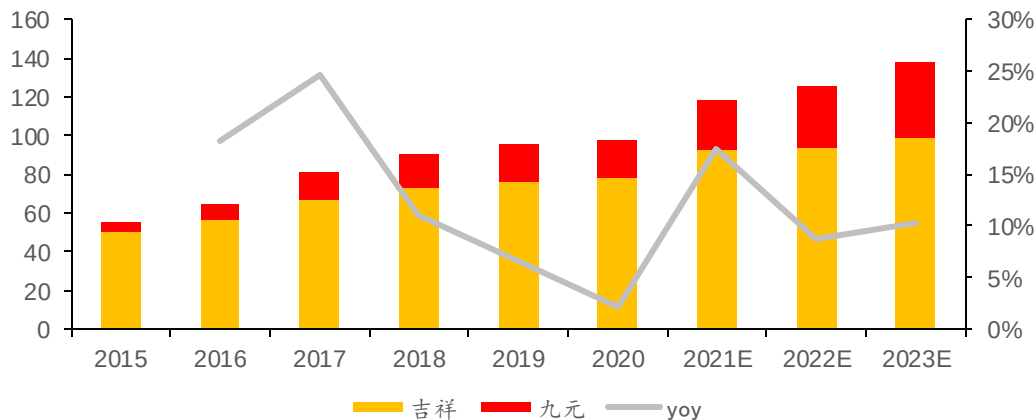
图 17：21 夏秋吉祥航空国内航线网络



数据来源：VariFlight，西南证券整理

统一机型的年轻机队，宽体机继续扩容。报告期内，公司及子公司共拥有 98 架飞机，平均机龄为 5.29 年。公司拥有 72 架空客 A320 系列飞机（其中 27 架为 A321 机型、8 架为 A320neo 机型、1 架为 A321neo 机型），6 架波音 B787 系列飞机，2021 年公司计划引进两架 B787 系列飞机。九元航空实际运营 20 架飞机，均为波音 737 系列飞机（其中一架为 B737-8MAX）。吉祥航空机队由空客公司的 A320 系列窄体飞机为主运营机型，以波音公司的 B787 系列宽体机作为洲际运营储备的补充机型；九元航空机队由波音公司的 B737 系列飞机组成，该等统一机型的机队构成将为公司成本控制带来显著优势。坚持以全新空客 A320 系列机型为主。A320 机型（158 座位）作为经济型窄体机，在国内干线航线上具有较强的竞争优势，并能覆盖上海至港澳台地区及韩国、日本、泰国等国际航程，同时引进 A320neo（164 座）及 A321neo 机型（207 座），以满足公司未来三至五年的发展需求。

图 18: 吉祥航空机队规模(架)



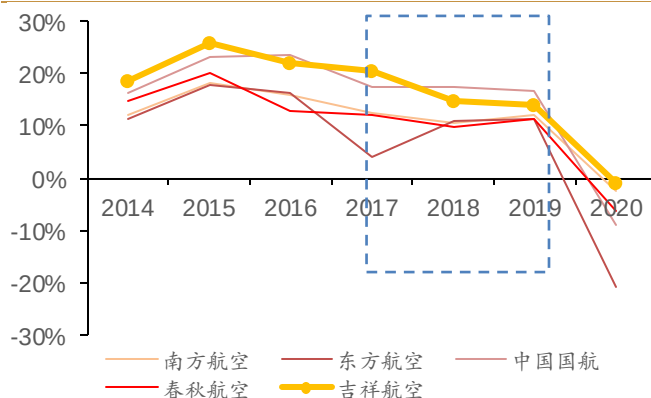
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

转型定位国际化航司, 国内首家引入宽体机的民营航司, 吉祥航空进入梦想航班时代。

公司目前运营 6 架 B787-9, 预计 21 年与 22 年分别引入 2 架 787, 至 22 年完成本批 10 架 787 的订单。民营航司引入宽体机是行业标志性事件, 同时对于公司而言也是战略与经营拐点。对于转型国际航司的吉祥航空而言, 引入宽体机是执飞远程洲际航线的先决条件, 同时宽体机也提升了单位时刻下公司运力投放能力。

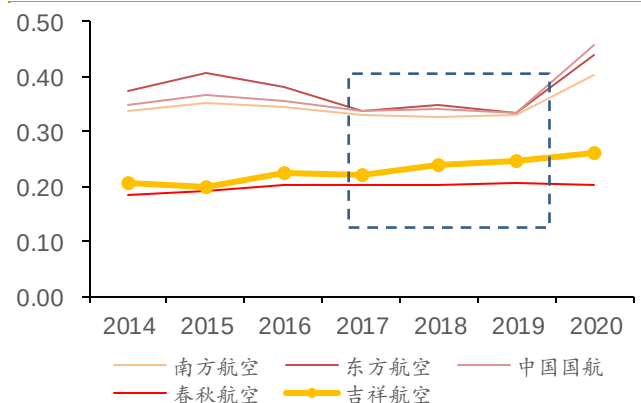
宽体机引入拖累当期利润, 关注宽体机执飞国际航线的利润实现。自 2018 年公司开始引入 787 之后, 毛利水平显著下滑, 从 17 年的 20.57% 下降到 18 年的 14.72% 和 19 年的 14.02%。同期单位 ASK 扣油成本从 17 年的 0.2204 上升到 18/19 的 0.2376/0.2455。公司毛利下滑与扣油成本增速高于行业水平。从公司整体角度而言, 宽体机提升了运营的固定成本, 而国际航线短期收入水平提升程度有限。19 年公司申请并得到多条国际航线的批复, 在欧洲的航点目前有芬兰赫尔辛基, 英国曼彻斯特, 希腊雅典, 爱尔兰都柏林, 冰岛雷克雅未克等。从航点分布来看, 欧洲目的地以旅游休闲出行为主。未来国际航线放开, 出行逐步恢复, 对于拥有宽体机对的吉祥航空而言, 是运力释放提升业绩弹性的机遇期。

图 19: 五大航司毛利率



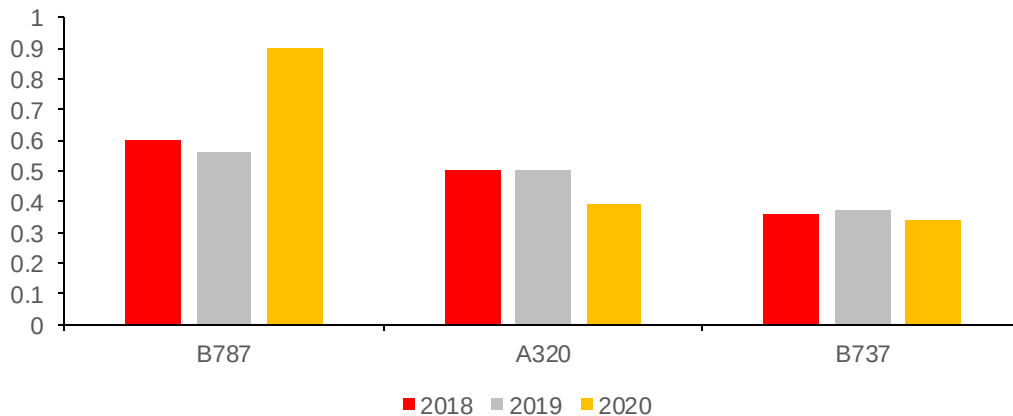
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 五大航司单位 ASK 扣油成本(元/座公里)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

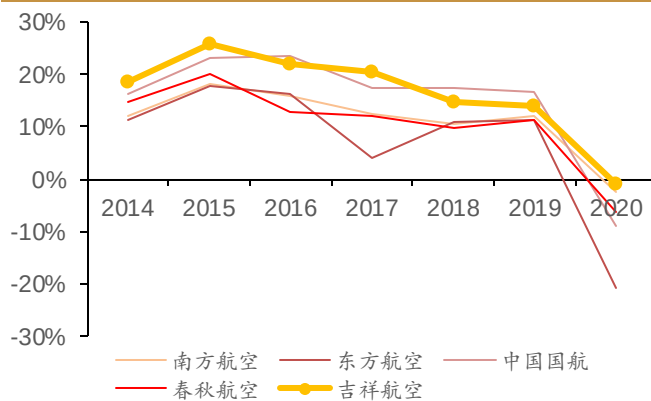
图 21：不同机型客公里收益(元/收入客公里)



数据来源：公司公告，西南证券整理

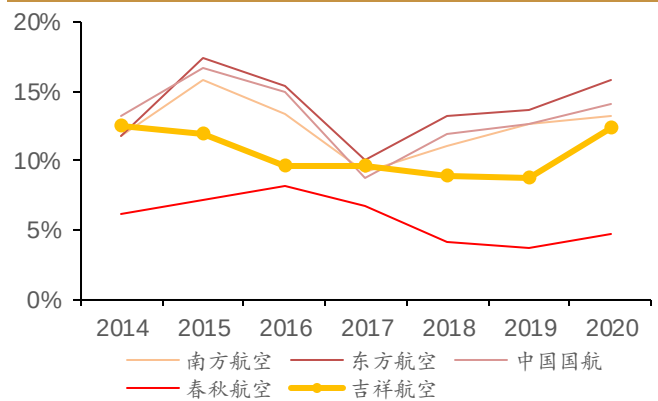
2 高毛利与最适成本结构

图 22：五大航司毛利率比较



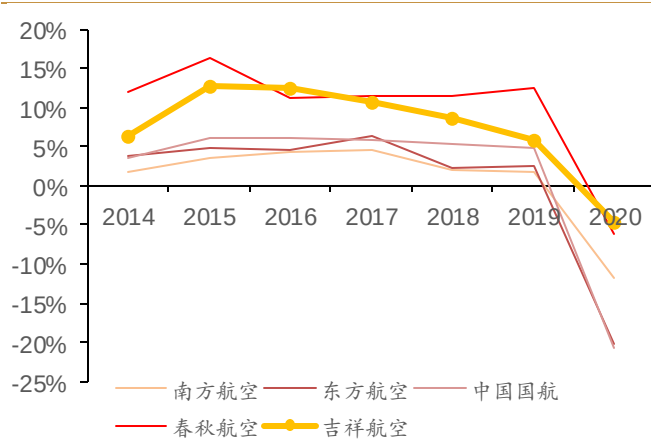
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：五大航司费用率比较



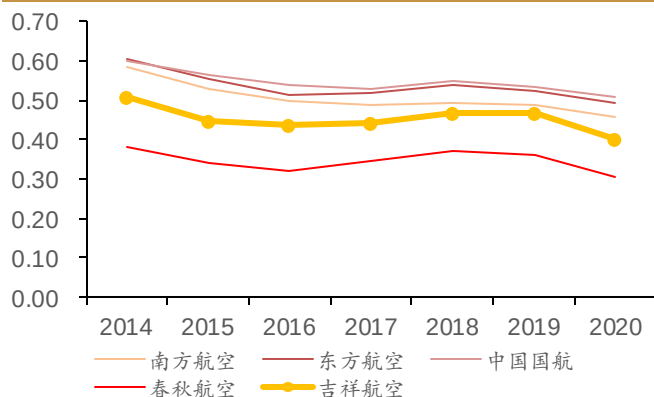
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：五大航司归母净利润率比较



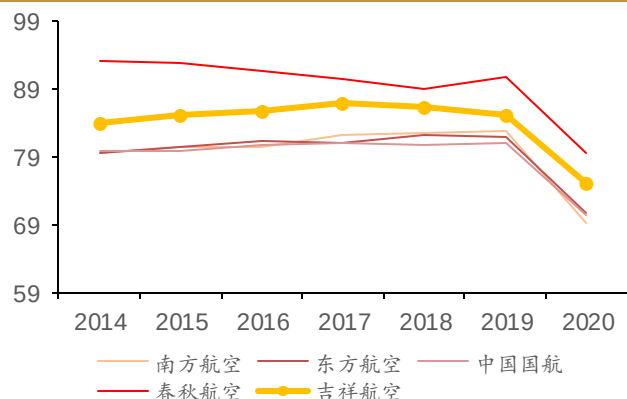
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25: 五大航司客公里收入 (元/客公里)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 26: 五大航司客座率比较 (%)



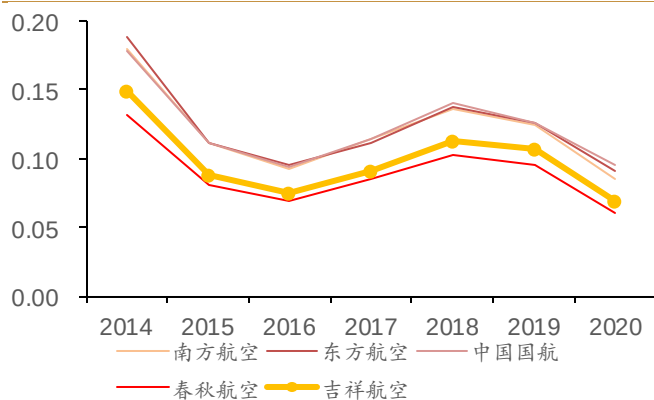
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

吉祥航空的 α 体现在高毛利+合理费用率。2014~2020 年, 吉祥航空的毛利水平与中国国航互有高下, 对于吉祥航空而言, 2018 年之后才引进宽体机, 对应优质国际航线资源相对缺乏, 能支撑高毛利的原因在于其相对优质的航线时刻, 以及更高性价比带来的高客收与客座率。同时, 维持相对合理的费用率水平, 也让公司净利率高于三大航, 净利水平接近春秋。透过现象看本质, 吉祥的所有曲线都落在中间地带, 意味着公司选择了一条与三大航以及春秋均不相同的道路。与公司一直以来主打差异化的战略相匹配, 吉祥航空切入三大航与低成本航司中间领域-高性价比出行市场, 以略低于同行的票价水平, 提供超预期的出行服务体验。在这样的语境下, 最低成本结构并不是公司追求的目标, 与实际服务相匹配的成本结构才是最适结构。

公司在成本端亦有卓越表现。具体拆分成本来看, 公司单位燃油成本与扣油成本均远低于三大航司, 与春秋航空较为接近。诚然, 航线结构, 机队构成都很大程度影响单位成本, 但对于有宽体机引进计划以及国际航线的吉祥航空而言, 优秀的成本控制能力也是未来产能投放转换为利润的关键。

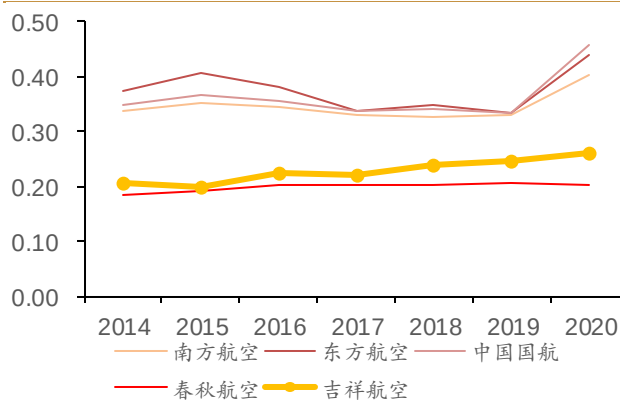
2014~2019 年公司累计 ROA 为 5.55%, 同期春秋航空为 6.29%, 南航/东航/国航/分别为 1.98/2.04/3.05%。

图 27: 五大航司单位 ASK 燃油成本(元/座公里)



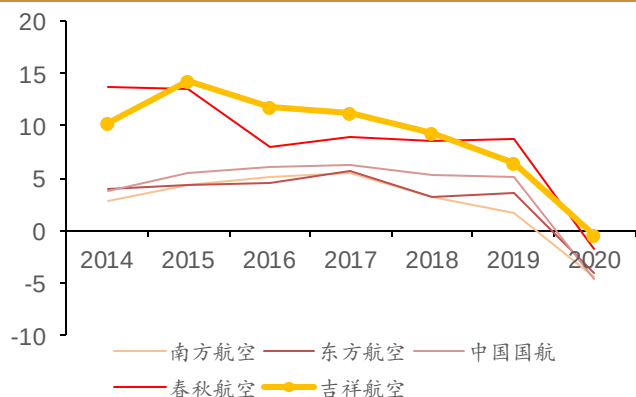
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 28: 五大航司单位 ASK 扣油成本(元/座公里)



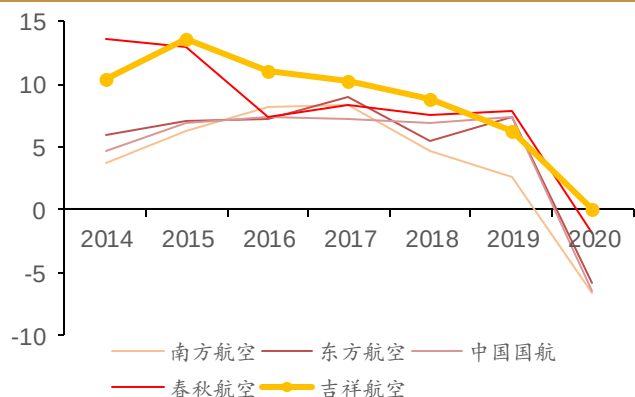
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 29：五大航司单位 ROA (%)



数据来源: Choice, 西南证券整理

图 30：五大航司 ROIC (%)



数据来源: Choice, 西南证券整理

3 向上的 β ：短期消化冗余运力，中期供需关系向好

3.1 需求：短期看疫苗接种，中期依赖旅游市场本土化

图 31：国内无新增病例天数



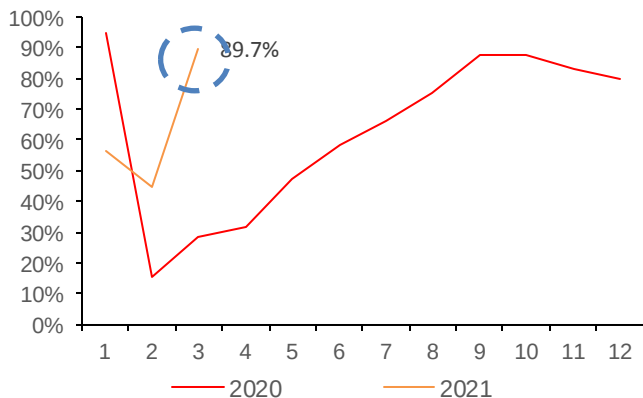
数据来源: 卫健委, 西南证券整理

图 32：国内疫情地图

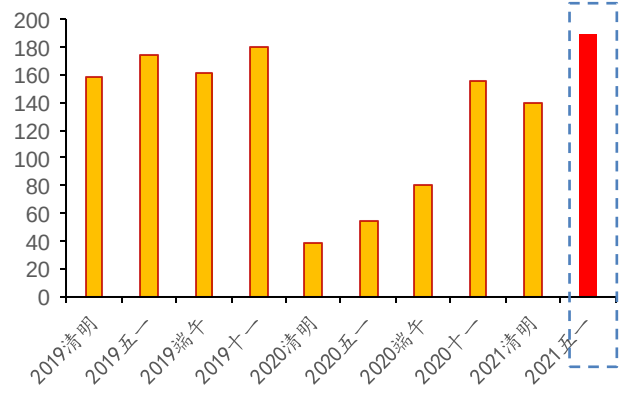


数据来源: 卫健委, 西南证券整理

国内疫苗接种稳步推进，累计总接种量突破十五亿。截至 2021 年 7 月 30 日，31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告接种新冠病毒疫苗超过 15 亿剂次。国内疫情防控工作的成效已经开始显现，其稳固是航空业复苏的基本条件。

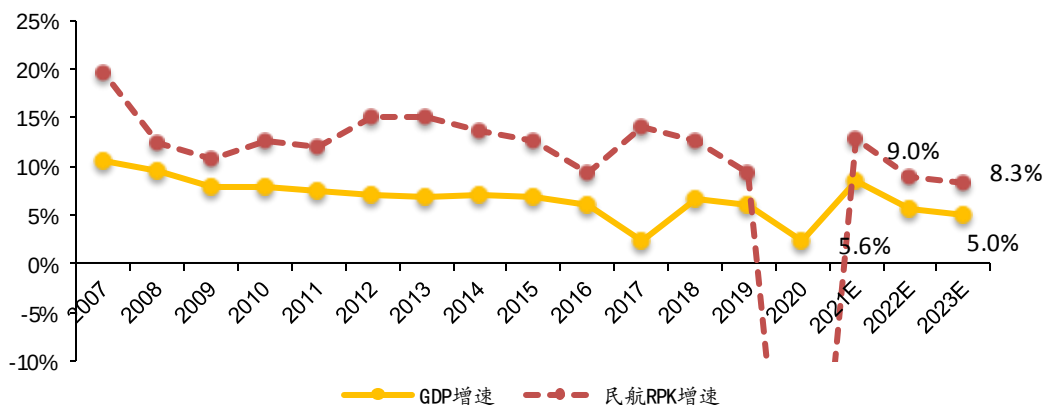
图 33：国内民航客运量相比于 2019 年恢复百分比


数据来源：Choice，西南证券整理

图 34：节假日民航日均旅客量(万人)


数据来源：民航局，西南证券整理

中期来看国内旅游市场的快速恢复是国内民航业绩 U 型反转的关键。旅游消费是具有粘性的，国内旅游将成为长期消费习惯，消费者结构改变推动产业向上。跨境出行需求转化为国内出行需求从中期视角来看是结构性的：旅行作为消费的一种，是有消费习惯养成以及粘性培育的过程。国内旅游产业发展的空间和时间都很充足，我们国家有广袤的国土资源以及海洋资源，旅游客源地也正向三四线城市下沉，旅行目的地也从传统景点逐步转移到小众景点。从中期 3 到 5 年的视角来看，国际旅行资源供给的受限与国内市场的深度开发很可能重塑旅游消费观念，从 00 后的视角来看，新生代人群对国内市场的认可度高于各年龄段人群，我们有充分的理由相信国内旅游市场的快速成长阶段已经到来。

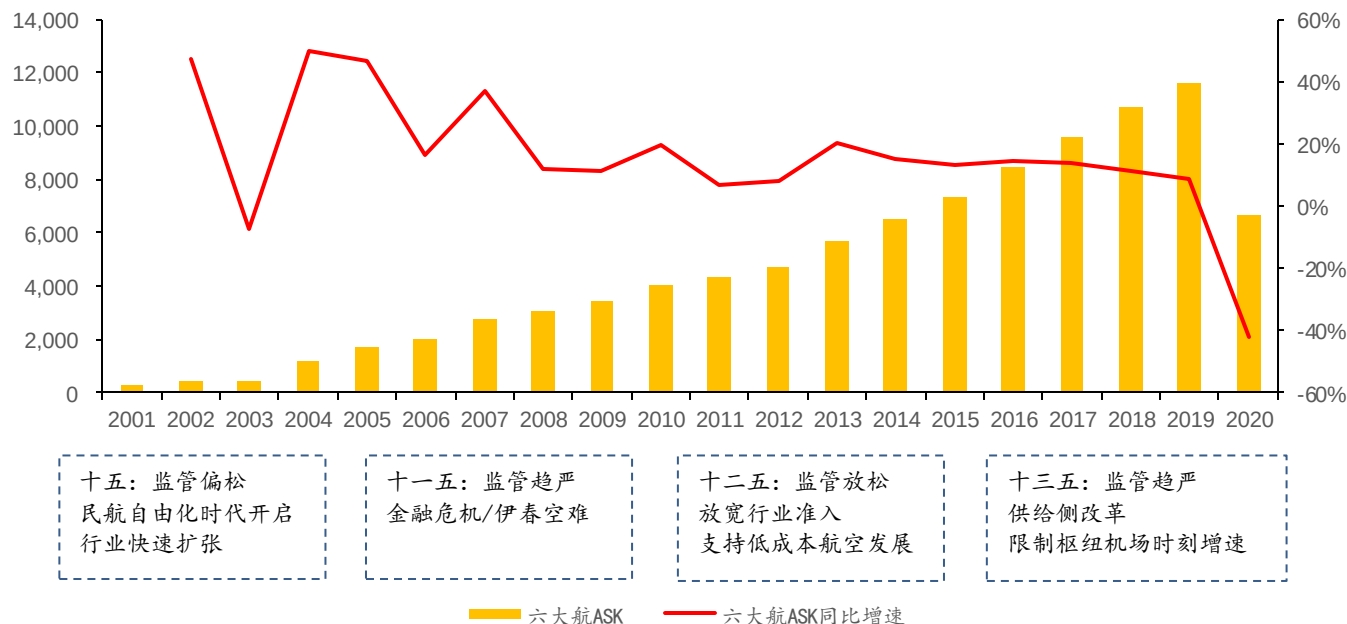
图 35：民航 RPK 与 GDP 高度相关


数据来源：国家统计局，民航局，西南证券整理

民航需求与宏观经济高度正相关，民航 RPK 对 GDP 放大系数约为 1.5。以 2021 年 GDP 增速 8.4% 为基础，按 RPK 对 GDP 放大系数 1.52 倍计算，预计 2021 年全年民航 RPK 增速为 12.8%。纵观航空业历史黑暗时刻，危机后的复苏周期在 3-4 年，2020 年新冠疫情下的航空业危机较之前特殊的地方在于疫情下的封闭政策造成了事实上航空流量基础的缺位，跨国航线的停摆导致的运力冗余以及供需结构错位是航空公司短期困境的实质。但拉长周期尺度看，各国疫情防控政策限制下受压制的跨国出行需求是摩擦性的，航空出行增速可能有换挡预期，但随着宏观经济完成平稳触底，出行需求的恢复是有较高确定性的。而基于航空出行的微观基础，我们认为民航 RPK 未来仍然高度锚定经济总产出，依然看好航空出行流量的长期价值。

3.2 供给：十四五期间行业产能扩张减缓，行业格局有望优化

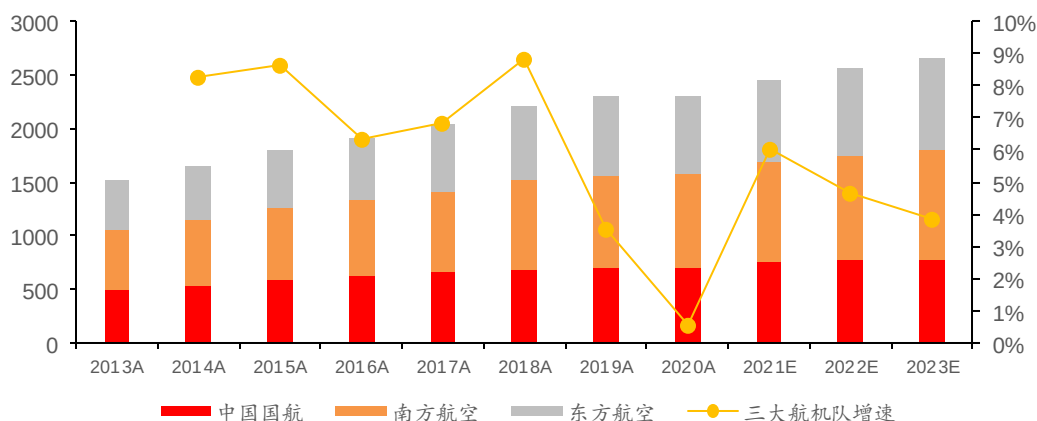
图 36：监管周期与产能(百万座公里)



数据来源：西南证券整理

“十四五”期间机队增速减缓。截止 2020 年末，行业共有 92 家航空公司，3989 架飞机，预计十四五期间全行业机队规模增速低于 6%。行业供需结构改善一方面来源于需求的稳健增长，另一方面来源于产能扩张与实际需求的匹配，同时监管方面在时刻方面放宽限制。我们认为中国民航十四五发展方向一是飞机利用效率的提升，二是机队结构和客舱布局的优化，提升低成本航司运输量比重是实现提质增效的关键。产能利用率提高也将加快供需剪刀差收敛，对民航收入水平形成有力支撑。

图 37：三大航未来三年机队扩张计划（架）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：民航业机队规模

年末飞机数量（架）	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
东航	637	680	743	743	777	820
国航	655	664	699	707	760	766
南航	754	826	867	867	919	984
三大航	2,046	2,170	2,309	2,317	2,456	2,570
三大航增速	6.5%	6.1%	6.4%	0.3%	6.0%	4.6%
海航	331	463	361	346	346	346
春秋	76	81	93	102	114	137
吉祥	81	90	94	98	115	135
六大航	2,534	2,804	2,857	2,863	3,031	3,188
六大航增速	10.7%	10.7%	1.9%	0.2%	5.9%	5.2%
非六大航	762	811	961	1,126	1,182	1,241
非六大航增速	15.5%	6.4%	2.0%	3.0%	5.0%	5.0%
全行业机队（架）	3,296	3,615	3,818	3,989	4,213	4,429
全行业机队增速	11.7%	9.7%	5.6%	4.5%	5.6%	5.1%

数据来源：公司公告，西南证券整理

海航战略重组，行业供给格局有望进一步改善。

截止 2020 年底，海航航空主业共运营 668 架商用飞机，客运航线超过 1500 条。海航航空主业在境内拥有 12 张、境外 2 张客运牌照，4 张货运牌照，3 家公务机牌照。海南航空是行业重要的产能供给来源，海航航空业务的重组对行业而言是一次重要的洗牌，将直接影响民航尤其民企的经营格局，海南航空旗下机队以及航线资源的进一步整合有助于份额向头部集中，利好行业供给格局向上。

3.3 短期供需承压，后疫情时代供需结构有望好转

短期产能冗余推升供需平衡压力，2022 年供需顺差有望扭转。我们认为 2021 年年内供需平衡压力很大，2022 年供需压力能得到有效缓解。主要原因如下：

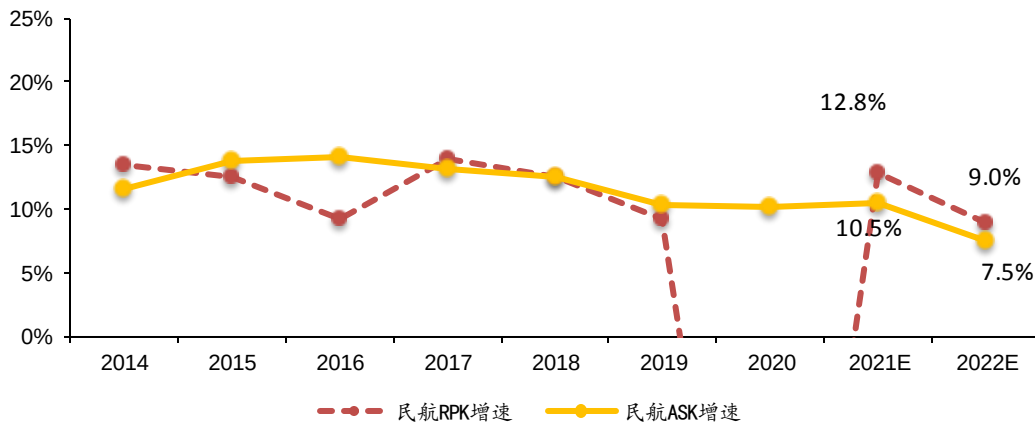
1) 2021 年相比较于 2019 年民航机队规模增速超过 10%，行业整体依然处于产能扩张区间(2021 后机队规模增速出现向下拐点)；

2) 国际航班时刻大量转回国内，以国航为例，约 35% 的国际时刻转回国内航线，三大航国际航线执飞航班以宽体机为主，国际运力转投国内造成供给的阶跃提升；

3) 从需求角度来看，国际出行需求受限的情况下，这部分出行需求有多少能够转化为有效的国内 RPK 是高度不确定的。单独以国内出行需求来看，同比 20 年的数据由于低基数效应表现有超高增长，但是同比正常年份 19 年的增长是有限的，比方五一期间日均旅客量 5347 万人次，同比 19 年增长 0.3%。5 月以来散点疫情频发，大众出行需求能否有序释放依然与疫情防控高度相关，我们认为在疫苗接种率超过 60%-70% 的区间时，全面的出行需求爆发是可以期待的。综上，相对过剩的运力投放对应受约束的出行需求导致 2021 年运力消化承压，对应航司业绩扭亏有一定难度，但我们认为散点疫情也客观加速了疫苗接种节奏，出行需求释放的临界点或超预期提前出现。

4) 预计 2022 年全行业静态座位数增速 3.7%，相比于 2021 年 7.2% 的增速显著下滑，而我们认为十四五期间全行业处于产能扩张减速的阶段，另外 2022 年或实现 70% 以上疫苗接种率，出行限制大大减少，国际航线或于 2022 年中有序放开，在这样的假设情景下，出行需求才能得以实现有效放量并实现复苏后的稳健增长。

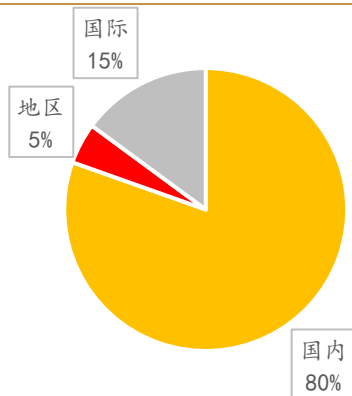
图 38：民航 RPK 与 ASK 增速



数据来源：民航局，西南证券整理

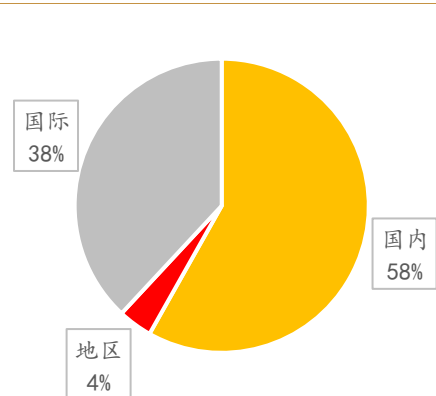
以国航为例，2019 年全年座位数 14138 万，其中国内/国际/地区座位分别为 11174/2156/691 万座位，国际与地区座位数占比约为 20% (意味着国际座位转回国内对整体座位数提升至少 20%)。按 ASK 来看，2019 年国内/国际+地区 ASK 占比分别为 58%/42%。国际航线运距较长，整体运行效率较国内航班高，从 19 年数据可以计算，国际/地区航线座位投放产生 ASK 效率约为国内航线的两倍，若国际航线运力转回国内，按实际效率提升倍数 1.5 倍计算，海外运力转回国内对公司整体运力提升约为 36%。

图 39：2019 中国国航座位占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

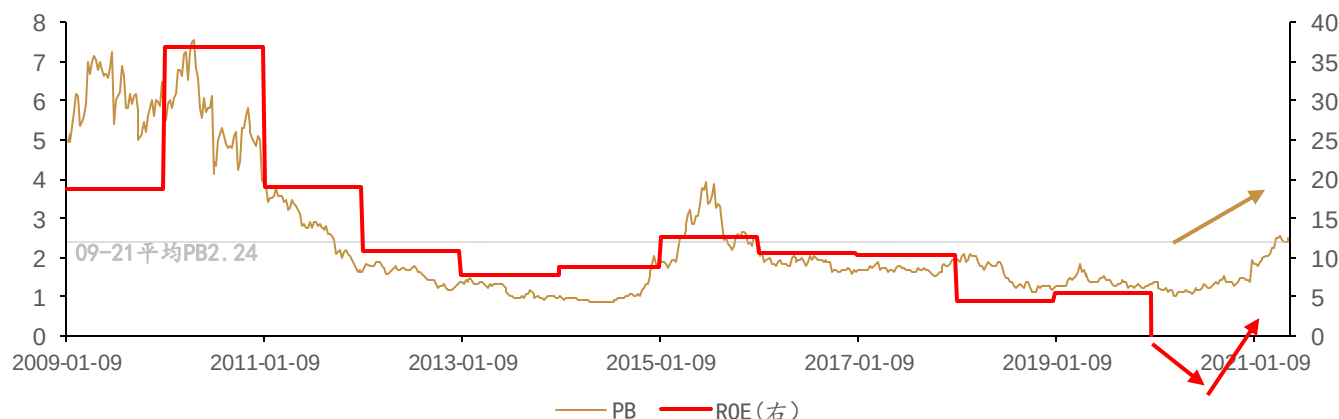
图 40：2019 中国国航 ASK 占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

综合以上对航空业供给与需求的分析，我们认为，从需求端来看，短期取决于国际/国内疫苗接种进度，中期看旅游市场本土化，长期看宏观经济的复苏以及航空渗透率的提升。从供给端来看，十四五期间全行业机队规模增速约为 5%，行业产能扩张速度放慢。2021 年国内航空出行市场需要逐步消化从国际转回的相对过剩的运力，因此短期供需承压，航企扭亏有一定压力，2022 年行业供给拐点出现，疫苗注射率大幅提升、国际出行逐步恢复，供需剪刀差逐步收敛直到需求略大于供给，供需格局有望得到持续改善。

图 41：航空业 PB 与 ROE(%)



数据来源：Choice，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

- 1) 预计公司 2021~2023ASK 增速分别为 33%(同比 19 年+1.7%)/16%/13%。
- 2) 2021~2023 客公里收入分别为 0.427/0.418/0.420。
- 3) 2021-2023 布油中枢为 65/66/67，人民币汇率均值 6.5/6.45/6.45。

表 2：吉祥盈利预测

营业收入(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
航空运输收入	9,996	14,951	17,139	19,808
YOY	-39.7%	49.6%	14.6%	15.6%
客运收入	9,375	14,316	16,489	19,142
YOY	-42.4%	52.7%	15.2%	16.1%
货运收入	620	635	650	665
YOY	107.1%	2.4%	2.4%	2.3%
其他运输收入	82	82	82	82
YOY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务收入	181	191	203	216
YOY	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
收入合计	10,177	15,143	17,342	20,024
YOY	-39.2%	48.8%	14.5%	15.5%
燃油成本	2,180	3,815	3,968	4,087
YOY	-50.0%	75.0%	4.0%	3.0%

营业收入(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
扣油成本	8,068	9,677	10,668	11,622
YOY	-19.4%	19.9%	10.2%	8.9%
成本合计	10,273	13,517	14,662	15,734
YOY	-28.7%	31.6%	8.5%	7.3%
毛利	-96	1,625	2,680	4,289
YOY	-	-	64.9%	60.0%
毛利率	-0.9%	10.7%	15.5%	21.4%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

P/B 或 EV/EBITDA 相比较于 P/E、PEG 估值体系更适用于强周期+重资产的航空业。

航空业特征体现为高经营杠杆与高财务杠杆，具有较高的折旧摊销费用，利润波动较大，P/E 估值体系无法在行业亏损情境下进行有效定价，另外，除了权益回报，航空业也同样关注资产回报，因此，对于航司而言，P/B 以及排除折旧摊销营销的 EV/EBITDA 估值方法实用性更强，可比性更高。具体来看，低成本航司的消费属性更强，与全服务航司横向比较时用 PB 更合理，而单独看低成本航司，PEG 体系(稳定盈利时)能更好衡量其成长性。

我们选取三大航以及春秋、华夏为国内可比公司，同时选取达美航空、联合航空与西南航空为国际可比公司。国内航司平均 PB 为 2.35，美国三大航司平均 PB 为 7.44。公司未来看点如下：1) 需求端，航空业受益于本土旅游渗透率的加速提升，我们看好中国航空业的长期成长性。2) 供给端，“十四五”期间主力航司机队增速低于 6%、行业供需格局有望改善。3) 吉祥航空继续引进宽体机，国际航线放开有助提升业绩弹性，拟对外投资或重塑行业格局，关注由此带来超额收益的机会。

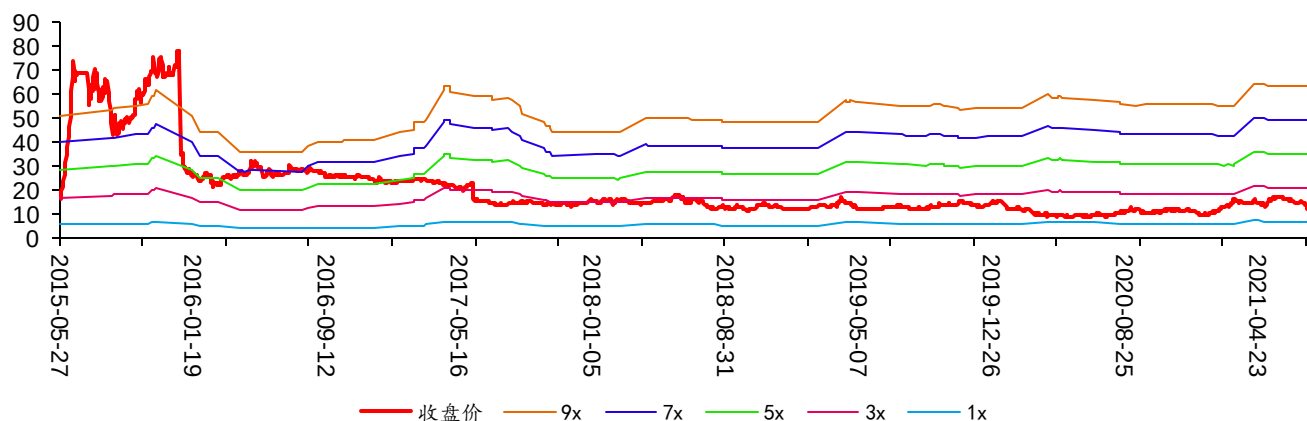
吉祥航空 PB 中枢 4.12，PE 中枢为 25.64。结合对标公司的估值，以及公司历史估值水平，我们认为 2023 年公司盈利可达 21.8 亿元，对应 21~23 年归母净利润复合增速为 126%，给予 15 倍 PE，对应市值/目标价 327 亿元/16.63 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

代码	名称	股价	EPS(元)			PE		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
601111.SH	中国国航	6.53	-1.05	-0.04	0.48	-29.94	-224.02	17.95
600115.SH	东方航空	4.44	-0.72	-0.01	0.32	-3.08	-1265	16.81
600029.SH	南方航空	5.28	-0.77	0.02	0.32	-0.66	377.42	19.26
601021.SH	春秋航空	48.89	-0.64	1.28	2.15	-98.60	49.40	29.40
002928.SZ	华夏航空	10.50	0.64	0.74	1.00	29.30	19.90	14.76
平均						-	-	19.64

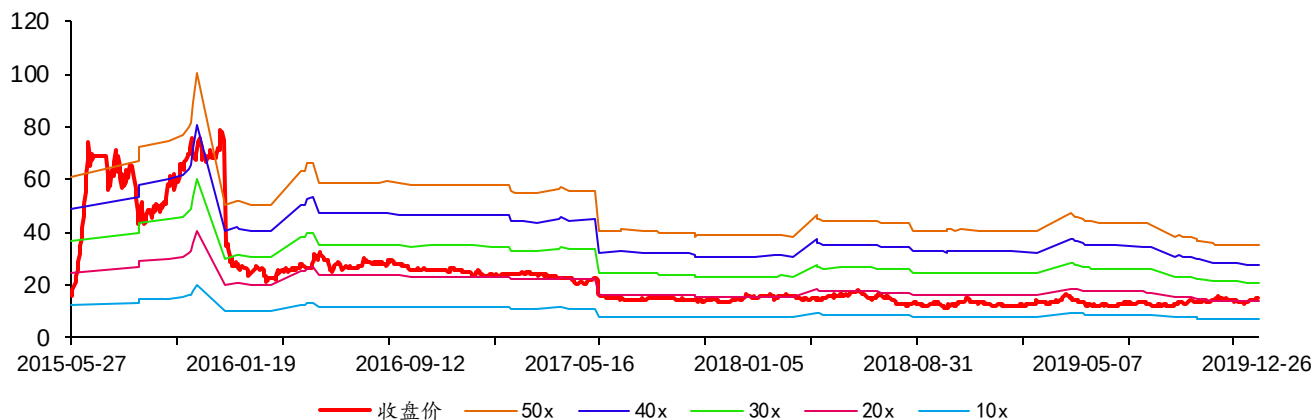
数据来源：Wind，西南证券整理

图 42: 吉祥航空 PB/Band



数据来源: Choice, 西南证券整理

图 43: 吉祥航空 PE/Band



数据来源: Choice, 西南证券整理

吉祥航空 PB 历史中枢 4.08, 标准差为 2.99, PE 中枢为 25.64 (排除 PE 为负时间段), 标准差为 10.17。

5 风险提示

- 1) 时刻拓展不及预期;
- 2) 机队引进不及预期;
- 3) 宏观经济风险;
- 4) 油价风险, 国内航司普遍不采取燃油套保策略, 营业利润受油价波动较大;
- 5) 重大国际纠纷、战争、恐怖袭击等突发事件影响;
- 6) 疫情发展超预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10101.55	15143.00	17342.00	20024.00	净利润	-485.48	717.93	1337.22	2238.23
营业成本	10273.25	13517.00	14662.00	15734.00	折旧与摊销	1020.51	1320.27	1389.27	1455.27
营业税金及附加	4.95	7.42	8.50	9.81	财务费用	375.23	481.32	500.73	507.95
销售费用	425.35	575.43	650.33	740.89	资产减值损失	0.00	1.00	1.00	1.00
管理费用	455.61	424.00	502.92	600.72	经营营运资本变动	-167.19	-745.10	-86.86	-260.52
财务费用	375.23	481.32	500.73	507.95	其他	-130.41	-38.93	-43.93	-46.93
资产减值损失	0.00	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	612.65	1736.49	3097.43	3894.99
投资收益	87.97	43.00	50.00	50.00	资本支出	-826.96	-1100.00	-1200.00	-1000.00
公允价值变动损益	-5.07	-5.07	-5.07	-5.07	其他	237.33	37.93	44.93	44.93
其他经营损益	0.00	600.00	500.00	300.00	投资活动现金流净额	-589.62	-1062.07	-1155.07	-955.07
营业利润	-748.88	774.75	1561.46	2774.56	短期借款	2829.99	179.86	-1081.61	-1902.78
其他非经营损益	102.86	192.21	232.32	231.89	长期借款	-893.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	-646.02	966.96	1793.78	3006.45	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-160.53	249.03	456.56	768.23	支付股利	-196.61	94.76	-140.13	-261.00
净利润	-485.48	717.93	1337.22	2238.23	其他	-1480.97	-1267.59	-500.73	-507.95
少数股东损益	-11.70	17.30	32.23	53.94	筹资活动现金流净额	258.97	-992.98	-1722.46	-2671.72
归属母公司股东净利润	-473.78	700.63	1305.00	2184.28	现金流量净额	247.25	-318.56	219.90	268.20
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1832.86	1514.30	1734.20	2002.40	成长能力				
应收和预付款项	1973.47	2642.85	2983.16	3478.77	销售收入增长率	-39.69%	49.91%	14.52%	15.47%
存货	206.69	271.96	292.99	315.56	营业利润增长率	-158.20%	203.45%	101.54%	77.69%
其他流动资产	305.35	385.37	420.27	462.84	净利润增长率	-147.97%	247.88%	86.26%	67.38%
长期股权投资	19.08	19.08	19.08	19.08	EBITDA 增长率	-73.64%	298.28%	33.97%	37.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	20306.83	20297.59	20319.34	20075.10	毛利率	-1.70%	10.74%	15.45%	21.42%
无形资产和开发支出	874.79	785.99	697.19	608.39	三费率	12.44%	9.78%	9.54%	9.24%
其他非流动资产	6789.40	6667.18	6544.95	6422.72	净利率	-4.81%	4.74%	7.71%	11.18%
资产总计	32308.47	32584.31	33011.19	33384.87	ROE	-4.46%	5.50%	9.39%	13.80%
短期借款	6239.62	6419.48	5337.87	3435.10	ROA	-1.50%	2.20%	4.05%	6.70%
应付和预收款项	1835.75	2228.61	2470.86	2705.36	ROIC	-1.52%	4.83%	7.69%	12.09%
长期借款	6018.82	6018.82	6018.82	6018.82	EBITDA/销售收入	6.40%	17.01%	19.90%	23.66%
其他负债	7329.90	4875.70	4944.84	5009.57	营运能力				
负债合计	21424.09	19542.61	18772.40	17168.85	总资产周转率	0.31	0.47	0.53	0.60
股本	1966.14	1966.14	1966.14	1966.14	固定资产周转率	0.73	1.06	1.21	1.41
资本公积	5112.67	5112.67	5112.67	5112.67	应收账款周转率	19.25	26.70	25.60	24.86
留存收益	5169.00	5964.39	7129.25	9052.54	存货周转率	50.82	56.48	51.72	51.46
归属母公司股东权益	10851.18	12991.19	14156.06	16079.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.01%	—	—	—
少数股东权益	33.20	50.50	82.73	136.67	资本结构				
股东权益合计	10884.38	13041.70	14238.79	16216.02	资产负债率	66.31%	59.98%	56.87%	51.43%
负债和股东权益合计	32308.47	32584.31	33011.19	33384.87	带息债务/总负债	57.22%	63.65%	60.50%	55.06%
					流动比率	0.38	0.51	0.62	0.88
					速动比率	0.36	0.48	0.59	0.84
					股利支付率	-41.50%	-13.52%	10.74%	11.95%
					每股指标				
					每股收益	-0.24	0.36	0.66	1.11
					每股净资产	5.52	6.61	7.20	8.18
					每股经营现金	0.31	0.88	1.58	1.98
					每股股利	0.10	-0.05	0.07	0.13
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	646.86	2576.34	3451.46	4737.78					
PE	-48.80	33.00	17.72	10.59					
PB	2.13	1.78	1.63	1.44					
PS	2.29	1.53	1.33	1.15					
EV/EBITDA	46.33	11.00	7.83	5.25					
股息率	0.85%	—	0.61%	1.13%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn