

证券研究报告—动态报告

交通运输

航空机场

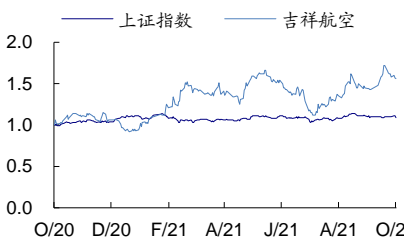
吉祥航空(603885)
买入

2021年三季报点评

(维持评级)

2021年10月28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)	32,304/29,525
上证综指/深圳成指	3,562/14,394
12个月最高/最低(元)	18.70/9.61

相关研究报告:

《吉祥航空-603885-2021年中报: 2Q 显著盈利实现中报扭亏, 疫情好转后业绩有望再度突破》——2021-08-03
 《吉祥航空-603885-2021年一季报点评: 1Q 略超预期, 关注后续外部投资》——2021-04-30
 《吉祥航空-603885-2020年年报点评: 四季度逆势盈利, 看好业绩复苏》——2021-04-21
 《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号: 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号: 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

疫情扰动下毛利仍为正, 费用提升业绩小幅亏损

● 吉祥航空披露 2021 年三季报

吉祥航空披露三季报, 前三季度营业收入 91.3 亿 (+27.3%), 归母净利润-0.50 亿, 其中三季度营业收入 30.8 亿 (+2.7%), 归母净利润-1.52 亿。

● 疫情影响业务量, 价格表现相对强势, 收入同比小幅上涨

三季度因疫情影响, 公司业务量出现下滑, 其中 ASK85.5 亿, 同比降 10.9%, RPK64.6 亿, 同比降 14.8%, 客座率 75.5%, 同比降 3.46pct。虽然国内市场受疫情影响业务量出现下降, 但得益于在非疫情影响期间需求持续复苏及票价改革带来的运价弹性释放, 3Q 公司单位 RPK 营业收入达到 0.477 元, 同比提高 20.5%, 带动收入同比上升 2.7%。

● 油价反弹航油成本提升, 单位非油成本相比疫情前转升

油价逐步上行, 我们估计公司三季度航油成本约 8.1 亿, 同比升约 30%, 单位 ASK 航油成本 0.095 元, 同比升约 45%。非油成本有所提升, 达到 21.5 亿, 单位 ASK 非油成本 0.252 元, 同比增 17%, 相比 2019 年增 3.8%。三季度业务量同比下降, 但单位收入及成本均出现明显上升, 公司毛利润 2.18 亿, 同比下降 30%, 疫情显著影响下依然为正值。

● 费用率有所提升, 业绩小幅亏损基本符合预期

费用方面, 公司三季度销售费用 1.05 亿, 环比小幅下降, 管理费用则为 1.34 亿, 环比略有上升, 财务费用因经租进表带来租赁负债利息及汇兑损失出现明显提升, 单季度财务费用 2.54 亿, 同比提高 2.31 亿, 导致单季度费用率上升至 16.55%, 同比显著提高 7.80pct, 为录得亏损的主要因素。鉴于疫情影响明显, 单季度小幅亏损基本符合预期。

● 投资建议: 周期底部, 未来向上弹性大, 维持“买入”评级

我们无法预测国内防疫政策放松及国门放开的具体时点, 但目前我国民航业仍处于周期底部, 供给持续收紧为周期反转带来先决条件, 一旦防疫政策松动, 民航向上弹性大。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.073 亿、8.82 亿、26.79 亿, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 宏观经济下滑, 油价上涨, 汇率大幅波动, 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	13,175	17,048	22,558
(+/-%)	16.6%	-39.7%	30.4%	29.4%	32.3%
净利润(百万元)	994	-474	7.32	882.09	2678.96
(+/-%)	-19.3%	-147.6%	-101.5%	11949.7%	203.7%
摊薄每股收益(元)	0.51	-0.24	0.00	0.45	1.36
EBIT Margin	7.3%	-10.5%	-3.9%	4.2%	13.8%
净资产收益率(ROE)	7.7%	-4.4%	0.1%	7.6%	19.8%
市盈率(PE)	25.3	-53.2	3440.5	28.6	9.4
EV/EBITDA	23.5	-276.5	132.8	29.5	12.2
市净率(PB)	1.95	2.32	2.32	2.16	1.86

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

吉祥航空披露 2021 年三季报

吉祥航空披露三季报，前三季度营业收入 91.3 亿 (+27.3%)，归母净利-0.50 亿，其中三季度营业收入 30.8 亿 (+2.7%)，归母净利-1.52 亿。

图 1: 吉祥航空单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



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

疫情影响业务量，价格表现相对强势，收入同比小幅上涨

三季度因疫情影响，公司业务量出现下滑，其中 ASK85.5 亿，同比降 10.9%，RPK64.6 亿，同比降 14.8%，客座率 75.5%，同比降 3.46pct。虽然国内市场受疫情影响业务量出现下降，但得益于在非疫情影响期间需求持续复苏及票价改革带来的运价弹性释放，3Q 公司单位 RPK 营业收入达到 0.477 元，同比提高 20.5%，带动收入同比上升 2.7%。

图 3: 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 4: 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 5: 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 6: 吉祥航空单位收益走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

油价反弹航油成本提升，单位非油成本相比疫情前转升

油价逐步上行，我们估计公司三季度航油成本约 8.1 亿，同比升约 30%，单位 ASK 航油成本 0.095 元，同比升约 45%。非油成本有所提升，达到 21.5 亿，单位 ASK 非油成本 0.252 元，同比增 17%，相比 2019 年增 3.8%。三季度业务量同比下降，但单位收入及成本均出现明显上升，公司毛利润 2.18 亿，同比下降 30%，疫情显著影响下依然为正值。

图 7: 吉祥航空季度航油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 吉祥航空单位 ASK 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 9: 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

图 10: 吉祥航空单位 ASK 非油成本

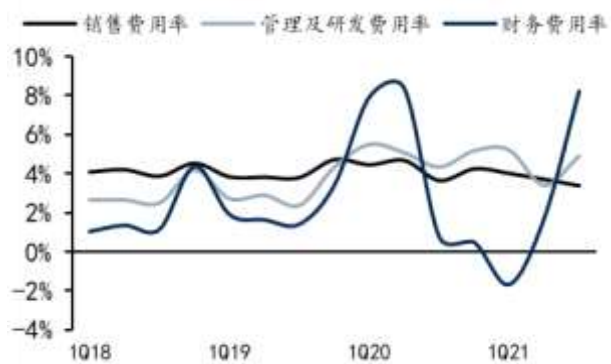


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用率有所提升，业绩小幅亏损基本符合预期

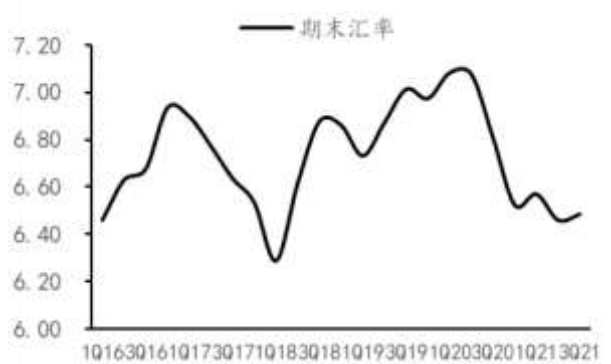
费用方面，公司三季度销售费用 1.05 亿，环比小幅下降，管理费用则为 1.34 亿，环比略有上升，财务费用因经租进表带来租赁负债利息及汇兑损失出现明显提升，单季度财务费用 2.54 亿，同比提高 2.31 亿，导致单季度费用率上升至 16.55%，同比显著提高 7.80pct，为录得亏损的主要因素。鉴于疫情影响明显，单季度小幅亏损基本符合预期。

图 11: 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 12: 美元兑人民币汇率季度末终值走势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：周期底部，未来向上弹性大，维持“买入”评级

我们无法预测国内防疫政策放松及国门放开的具体时点，但目前我国民航业仍处于周期底部，供给持续收紧为周期反转带来先决条件，一旦防疫政策松动，民航向上弹性大。民营航司得益于精简的机队结构及灵活的运力腾挪能力，疫情消退后复苏进程更快，继续看好长期趋势。

考虑到短期疫情仍偶发，国内防疫政策持续时间长于我们预期，调整 2021-2023 年盈利预测，自 8.1 亿、19.1 亿、24.4 亿分别下调 99%、下调 54%、上调 10% 至 0.073 亿、8.82 亿、26.79 亿，维持“买入”评级及目标价 18.8 元，目标价对应 2022-2023 年的 PE 估值分别为 41.9X、13.8X。

风险提示：宏观经济下滑，油价上涨，汇率大幅波动，安全事故

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	13175	17048	22558
应收款项	1703	1805	1868	2348	营业成本	10273	12638	15064	17798
存货净额	207	226	232	228	营业税金及附加	5	12	15	20
其他流动资产	431	659	852	1128	销售费用	425	527	682	902
流动资产合计	4318	4565	4811	5608	管理费用	456	509	572	734
固定资产	20307	23448	25451	27792	财务费用	375	249	468	486
无形资产及其他	875	840	805	770	投资收益	88	20	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	35661	37875	40978	营业利润	(749)	(746)	339	2711
短期借款及交易性金融负债	8371	10761	11346	11935	营业外净收支	103	756	850	900
应付款项	1211	1454	1544	1598	利润总额	(646)	10	1189	3611
其他流动负债	1765	2176	2602	2923	所得税费用	(161)	2	285	866
流动负债合计	11346	14391	15492	16456	少数股东损益	(12)	0	22	65
长期借款及应付债券	6019	6019	6019	6019	归属于母公司净利润	(474)	7	882	2679
其他长期负债	4059	4359	4659	4877					
长期负债合计	10078	10378	10678	10896					
负债合计	21424	24769	26170	27352					
少数股东权益	33	33	53	99					
股东权益	10851	10859	11652	13528					
负债和股东权益总计	32308	35661	37875	40978					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(474)	7	882	2679
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	889	888	1025	1188
公允价值变动损失	5	6	7	6
财务费用	375	249	468	486
营运资本变动	(4308)	606	554	(160)
其它	(33)	0	19	46
经营活动现金流	(3921)	1507	2487	3759
资本开支	(1650)	(4000)	(3000)	(3500)
其它投资现金流	(32)	30	(6)	(6)
投资活动现金流	5072	(3970)	(3006)	(3506)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(893)	0	0	0
支付股利、利息	(872)	0	(88)	(804)
其它融资现金流	2590	2390	585	589
融资活动现金流	(941)	2390	497	(214)
现金净变动	210	(73)	(22)	39
货币资金的期初余额	1622	1833	1760	1738
货币资金的期末余额	1833	1760	1738	1777
企业自由现金流	(5864)	(2895)	(878)	(114)
权益自由现金流	(4167)	(767)	(649)	107

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	-0.24	0.00	0.45	1.36
每股红利	0.44	0.00	0.04	0.41
每股净资产	5.52	5.52	5.93	6.88
ROIC	-3%	-1%	2%	8%
ROE	-4%	0%	8%	20%
毛利率	-2%	4%	12%	21%
EBIT Margin	-10%	-4%	4%	14%
EBITDA Margin	-2%	3%	10%	19%
收入增长	-40%	30%	29%	32%
净利润增长率	-148%	-102%	11950%	204%
资产负债率	66%	70%	69%	67%
息率	3.5%	0.0%	0.4%	3.2%
P/E	-53.2	3440.5	28.6	9.4
P/B	2.3	2.3	2.2	1.9
EV/EBITDA	-276.5	132.8	29.5	12.2

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