

公司研究

油汇波动带来负面冲击，需求长期恢复趋势明确

——吉祥航空（603885.SH）2021年第三季度报告点评

要点

◆**事件：公司发布2021年第三季度报告。**公司21年前三季度实现营业收入约91.3亿元，同比增长27.3%；实现归母净利润约0.50亿元，较上年同期（亏损4.8亿元）大幅减亏；实现扣非归母净利润约0.62亿元，较上年同期（亏损6.08亿元）大幅减亏。单看21年第三季度，公司实现营业收入30.8亿元，同比增加2.67%，公司实现归母净利润1.52亿元，较上年同期（盈利1.96亿元）由盈转亏；实现扣非归母净利润1.62亿元，较上年同期（盈利1.83亿元）由盈转亏。

◆**国内航空需求快速恢复，公司ASK大幅回升。**公司21年前三季度可用座公里（ASK）同比增长27.2%，较上年同期增速（-29.4%）由负转正，恢复到19年同期的89.9%，其中国内客运需求恢复较好，21年前三季度国内航线ASK同比上涨34.2%，较19年同期上涨7.4%；海外客运需求疫情以来持续处于低位，21年前三季度国际航线ASK同比下降69.0%，地区航线ASK同比上涨31.9%，恢复到19年同期约33%的水平。21年前三季度公司综合客座率为77.2%，同比增加4.4pct。公司21年9月底共运营109架客机（含九元航空），较2020年9月底增加14架，高于上年同期净增数（2架）。

◆**国内疫情反复，Q3收入恢复放缓。**由于暑期国内疫情出现反复，防控措施趋紧导致航空出行需求下降。21年第三季度公司ASK同比下降10.9%，仅达到19年同期的80.2%，公司RPK（收入客公里）同比下降14.8%，仅达到19年同期69.7%的水平。受此影响，公司21年第三季度营业收入同比仅微涨2.67%。

◆**油汇波动对公司成本带来负面冲击。**布伦特原油均价从上半年的65.2美元/桶上涨至第三季度的73.2美元/桶，也远高于去年第三季度43.4美元/桶的均价，国内航空煤油出厂均价也从上半年的3817元/吨上涨至第三季度的4518元/吨，也高于去年第三季度2833元/吨的均价；21年第三季度人民币兑美元汇率保持相对平稳，汇兑收益对公司的正面影响也边际下降，21年第三季度公司财务费用为2.54亿元，同比环比均出现大幅增长。受此影响，公司21年第三季度营业总成本同比上涨17.5%，涨幅高于同期收入涨幅，进而导致公司单季亏损。

◆**市场预期逐渐形成，全球航空客运需求最快2023年才能恢复到疫情前水平。**虽然目前国内疫情仍有反复，但市场对于客运需求逐渐复苏的一致预期正在形成。在此背景下，市场越来越看重2023年以后需求恢复对航司盈利能力的积极影响，而短期国内疫情反复对股价的冲击将边际减弱。

◆**投资建议：**国内疫情反复不改需求恢复长期趋势，公司盈利能力将逐步恢复；公司定增方案已获证监会受理，未来机队引进有望提速，帮助提升公司整体盈利能力。基于国内疫情仍有反复，不考虑增发，我们下调公司21-23年EPS 93%/34%/20% 分别至0.02元、0.37元、0.55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	12,780	15,765	17,992
营业收入增长率	16.59%	-39.69%	26.51%	23.36%	14.13%
净利润（百万元）	994	-474	30	724	1,077
净利润增长率	-19.34%	-	-	2330%	48.79%
EPS（元）	0.51	-0.24	0.02	0.37	0.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.71%	-4.37%	0.26%	5.52%	7.51%
P/E	32	-	1,085	45	30
P/B	2.5	3.0	2.8	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-27

增持（维持）

当前价：16.43元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

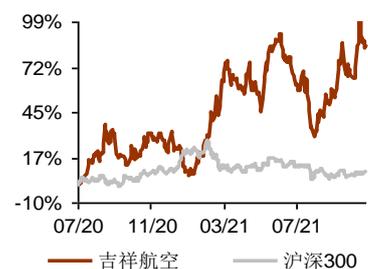
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.66
总市值(亿元)	323.04
一年最低/最高(元)	9.55/18.70
近3月换手率	26.32%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.24	29.73	51.06
绝对	8.66	32.82	56.21

资料来源：Wind

相关研报

国内航空需求逐步恢复，出入境限制将逐步放开——航空运输业2021年9月经营数据点评（2021-10-17）

国内需求复苏帮助航司减亏，监管加码促使快递价格战缓和——交通运输行业2021年中报业绩综述（2021-09-05）

疫情反复不改需求恢复趋势，定增帮助提升盈利水平——吉祥航空（603885.SH）2021年中报点评（2021-08-03）

钢筋铁骨，依然如故——交通运输行业2021年中期投资策略（2021-07-15）

产能出清无望，竞争格局有望改善——海航集团破产重整事件点评（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	12,780	15,765	17,992
营业成本	14,400	10,273	12,198	13,985	15,664
折旧和摊销	714	889	930	1,027	1,127
税金及附加	10	5	8	9	11
销售费用	676	425	447	631	720
管理费用	448	456	358	473	540
研发费用	55	49	64	47	54
财务费用	340	375	308	340	362
投资收益	0	88	110	150	200
营业利润	1,287	-749	-40	902	1,382
利润总额	1,397	-646	40	982	1,462
所得税	385	-161	10	246	365
净利润	1,012	-485	30	737	1,096
少数股东损益	18	-12	1	13	20
归属母公司净利润	994	-474	30	724	1,077
EPS(按最新股本计)	0.51	-0.24	0.02	0.37	0.55

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,737	613	1,403	1,915	1,938
净利润	994	-474	30	724	1,077
折旧摊销	714	889	930	1,027	1,127
净营运资金增加	-724	-1,467	472	656	873
其他	1,752	1,665	-28	-491	-1,138
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	2,304	1,206	918
股本变化	169	0	0	0	0
债务净变化	5,346	1,393	1,755	552	1,028
无息负债变化	2,994	-163	755	584	395
净现金流	-84	247	1,362	746	557

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.0%	-1.7%	4.6%	11.3%	12.9%
EBITDA 率	14.5%	5.5%	8.5%	13.4%	14.8%
EBIT 率	9.6%	-4.6%	1.2%	6.9%	8.6%
税前净利润率	8.3%	-6.4%	0.3%	6.2%	8.1%
归母净利润率	5.9%	-4.7%	0.2%	4.6%	6.0%
ROA	3.1%	-1.5%	0.1%	1.9%	2.7%
ROE (摊薄)	7.7%	-4.4%	0.3%	5.5%	7.5%
经营性 ROIC	5.4%	-1.7%	0.5%	3.4%	4.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	66%	68%	66%	65%
流动比率	0.47	0.38	0.44	0.48	0.52
速动比率	0.45	0.36	0.42	0.47	0.50
归母权益/有息债务	0.99	0.75	0.71	0.78	0.81
有形资产/有息债务	2.44	2.09	2.06	2.15	2.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	33,138	32,308	35,449	38,216	40,888
货币资金	1,622	1,833	3,195	3,941	4,498
交易性金融资产	113	145	100	100	100
应收账款	529	520	467	633	773
应收票据	10	0	5	5	4
其他应收款 (合计)	1,208	1,183	1,408	1,573	1,961
存货	198	207	186	229	270
其他流动资产	497	160	160	160	160
流动资产合计	4,646	4,318	5,935	7,075	8,243
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	23,934	25,070	26,493
短期借款	3,410	6,240	7,925	8,348	9,245
应付账款	1,263	1,014	1,119	1,297	1,479
应付票据	88	196	138	170	222
预收账款	1,160	0	519	577	463
其他流动负债	0	25	25	25	25
流动负债合计	9,825	11,346	13,598	14,635	15,958
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	11,515	13,145	14,394
股本	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
公积金	5,822	5,822	5,825	5,897	6,005
未分配利润	5,106	4,460	4,290	4,935	5,757
归属母公司权益	12,899	10,851	11,481	13,098	14,328
少数股东权益	45	33	34	47	67

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.04%	4.21%	3.50%	4.00%	4.00%
管理费用率	2.68%	4.51%	2.80%	3.00%	3.00%
财务费用率	2.03%	3.71%	2.41%	2.16%	2.01%
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	0.00	0.07	0.11
每股经营现金流	1.39	0.31	0.71	0.97	0.99
每股净资产	6.56	5.52	5.84	6.66	7.29
每股销售收入	8.52	5.14	6.50	8.02	9.15

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	32	-	1085	45	30
PB	2.5	3.0	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	17.7	111.5	44.7	23.1	18.7
股息率	0.6%	0.6%	0.0%	0.5%	0.7%

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