

投资评级 优于大市 维持

22年亏损扩大但疫后业绩恢复可期

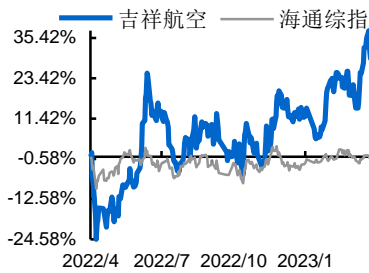
股票数据

04月21日收盘价(元)	18.50
52周股价波动(元)	10.65-20.22
总股本/流通A股(百万股)	2214/2214
总市值/流通市值(百万元)	40959/40959

相关研究

《疫情反复令1H22业绩受挫但疫后回升可期》2022.09.04

《21年亏损扩大但疫情后业绩恢复可期》2022.04.22

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.8	6.3	14.8
相对涨幅(%)	0.7	3.2	14.0

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 吉祥航空 2022 年录得归母净利润亏损 41.48 亿 (此前业绩预告亏损人民币 42.3-35.7 亿), 看好行业周期上行, 公司业绩反转可期。** 吉祥航空 2022 年营收同比下降 30.23% 至 82.10 亿 (较 2019 年下滑 50.98%), 营业成本同比下降 5.23% 至 111.64 亿 (较 2019 年下降 22.47%), 录得归母净利润亏损 41.48 亿, 同比 2021 年亏损扩大 733.55% (较 2019 年下滑 517.09%)。亏损扩大, 主因多地疫情反复, 航班量下降, 客运收入同比下降 31.41% 至 76.18 亿元, 货运收入同比下滑 5.82% 至 4.79 亿元; 另一方面部分成本相对刚性, 令总成本降幅有限, 油价同比上涨 75% 令航油成本同比 21 年上升 3.9% 至 34.69 亿元, 而租赁折旧费和修理费用同比各增长 17.16%/7.17%。
- 收入端: 供给需求下滑, 国内线降幅高于国际线。** 2022 年全年吉祥航空总供给、需求同比 2021 年各下降 35.41%/42.53% (较 2019 年下滑 43.13%/55.09%), 总客座率下降 8.34 个百分点至 67.31%。国内线供给、需求同比下滑 35.61%/42.86% (较 2019 年-32.03%/-46.96%), 客座率同比下滑 8.57 个百分点至 67.59%; 国际及地区线供给、需求同比各下滑 26.77%/21.31% (较 2019 年各下滑 92.42%/94.62%), 客座率同比上升 7.44 个百分点至 56.14%; 总客公里收益同比上升 19.36%, 较 19 年上升 4.2%, 我们分析主因一方面国际线供不应求票价大幅上涨, 此外油价上涨叠加经济舱全价票提价效应, 国内线票价亦大幅上升。
- 成本端: 航油、租赁折旧及修理费用大幅增长令单位 ASK 成本同比显著上升。** 因油价同比上升 75%, 公司航油成本同比 2021 年上升 3.96% 至 34.69 亿元, 占主营业务成本的 31.16%; 此外折旧租赁及修理费用同比各增 17.16%/7.17%, 人工成本同比仅下滑 8.81%, 单位 ASK 成本及扣油成本同比各增 46.7%/41.1%。此外, 由于人民币大幅贬值 9.24% 带来汇兑损失 10.62 亿 (2021 年同期为汇兑收益 2.19 亿), 带动财务费用同比上升 283.22% 至 20.76 亿元。
- 盈利预测与投资建议。** 考虑今年油价略有下降 (年初至今布油均价为 82.52 美元/桶, 相较 2021 年同期下滑 16.5%); 疫情结束, 行业供需持续修复, 我们上调原 2023、24 年净利润分别至人民币 9.49、24.08 亿, 调整 BPS 至 4.74、5.83 元每股, 首次引入 25 年净利润 34.33 亿, BPS7.38 元每股。我们看好民营航司业绩持续改善, 一方面因其机队精简、经管效率强, 同时公司运力调配相对灵活, 短期受益国内市场的复苏, 地区线及其国际线运力集中布局的日韩泰等市场或有望先于欧美澳等复苏, 且公司新增赫尔辛基等航线, 中长期行业供需格局向好、票价提升, 助益其业绩弹性进一步释放。公司历史 8 年 PB 均值约为 2.99x, 考虑 24-25E 公司基本面上行, 结合可比公司估值, 给予 4.0-4.5x 2023PB, 调整合理价值区间 18.95-21.32 元, 维持“优于大市”。
- 风险提示:** 汇率、油价波动、经济下行等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11767	8210	19645	24871	29829
(+/-)YoY(%)	16.5%	-30.2%	139.3%	26.6%	19.9%
净利润(百万元)	-477	-4148	949	2408	3433
(+/-)YoY(%)	-0.7%	-769.1%	122.9%	153.9%	42.5%
全面摊薄 EPS(元)	-0.22	-1.87	0.43	1.09	1.55
毛利率(%)	0.2%	-36.0%	17.2%	22.8%	24.9%
净资产收益率(%)	-4.7%	-43.5%	9.0%	18.7%	21.0%

 资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

 分析师: 陈宇
 Tel: (021) 23219442
 Email: cy13115@haitong.com

证书: S0850520060002

 分析师: 虞楠
 Tel: (021) 23219382

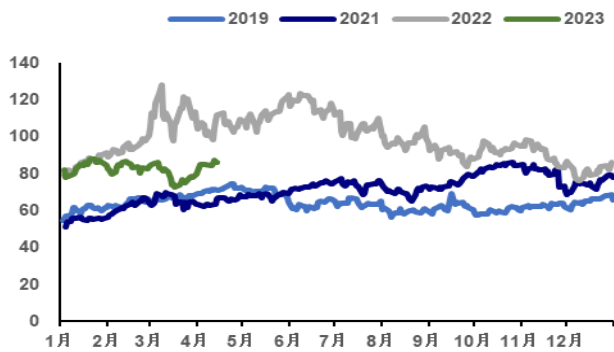
Email: yun@haitong.com

证书: S0850512070003

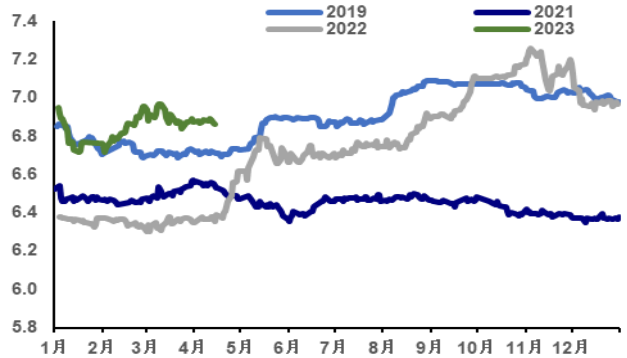
表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)		PB (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
601111	中国国航	1,759.41	0.20	1.01	53.79	10.74	1.88	2.84	5.77	3.82
600115	东方航空	1,183.67	0.11	0.56	47.84	9.44	1.66	2.08	3.19	2.55
600029	南方航空	1,415.24	0.20	0.72	38.91	10.80	2.62	3.36	2.99	2.32
601021	春秋航空	613.26	1.34	3.16	46.82	19.82	13.88	16.74	4.51	3.74
002928	华夏航空	142.14	0.30	0.82	36.71	13.57	1.98	2.76	5.61	4.03
算术平均					44.82	12.87			4.41	3.29

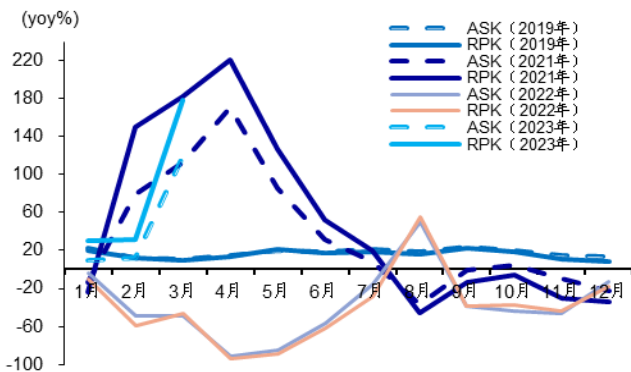
注: 1.盈利预测均来自万得一致预期
 2.收盘价为 2023 年 4 月 21 日
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 1 布伦特原油期货价格走势 (美元/桶)


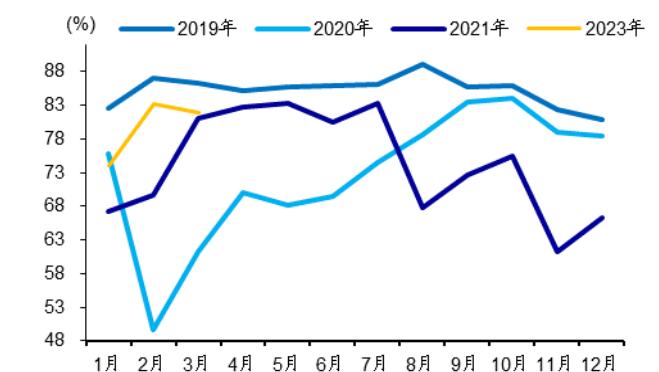
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 2 美元对人民币汇率走势图 (美元/人民币)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

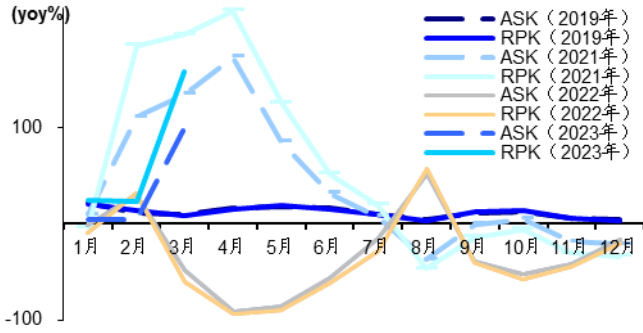
图 3 吉祥航空单月总供给、需求同比增速变化


资料来源: 吉祥航空月度生产经营数据公告, 海通证券研究所

图 4 吉祥航空单月总客座率变化


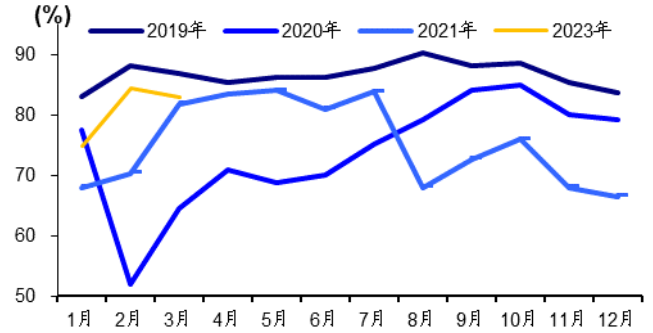
资料来源: 吉祥航空月度生产经营数据公告, 海通证券研究所

图 5 吉祥航空单月国内供给、需求同比增速变化



资料来源：吉祥航空月度生产经营数据公告，海通证券研究所

图 6 吉祥航空单月国内客座率变化



资料来源：吉祥航空月度生产经营数据公告，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	8210	19645	24871	29829
每股收益	-1.87	0.43	1.09	1.55	营业成本	11164	16260	19190	22415
每股净资产	4.31	4.74	5.83	7.38	毛利率%	-36.0%	17.2%	22.8%	24.9%
每股经营现金流	0.09	0.96	1.94	2.46	营业税金及附加	11	26	32	39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	378	905	1208	1523
P/E	-9.87	43.18	17.01	11.93	营业费用率%	4.6%	4.6%	4.9%	5.1%
P/B	4.29	3.90	3.18	2.51	管理费用	546	1307	1717	2134
P/S	4.99	2.08	1.65	1.37	管理费用率%	6.7%	6.7%	6.9%	7.2%
EV/EBITDA	-53.08	34.73	18.70	14.09	EBIT	-3957	985	2519	3472
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2076	702	647	643
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	25.3%	3.6%	2.6%	2.2%
毛利率	-36.0%	17.2%	22.8%	24.9%	资产减值损失	-110	0	0	0
净利润率	-50.5%	4.8%	9.7%	11.5%	投资收益	-16	1	1	1
净资产收益率	-43.5%	9.0%	18.7%	21.0%	营业利润	-5495	948	2420	3454
资产回报率	-9.2%	2.0%	4.5%	5.9%	营业外收支	10	9	9	10
投资回报率	-7.7%	2.3%	5.4%	6.9%	利润总额	-5485	957	2430	3464
盈利增长 (%)					EBITDA	-1212	2068	3838	4999
营业收入增长率	-30.2%	139.3%	26.6%	19.9%	所得税	-1316	5	12	17
EBIT 增长率	-282.2%	124.9%	155.7%	37.8%	有效所得税率%	24.0%	0.5%	0.5%	0.5%
净利润增长率	-769.1%	122.9%	153.9%	42.5%	少数股东损益	-22	4	10	14
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-4148	949	2408	3433
资产负债率	78.8%	78.2%	75.8%	71.8%					
流动比率	0.19	0.20	0.27	0.35	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.17	0.17	0.25	0.32	货币资金	1189	400	2575	4522
现金比率	0.07	0.02	0.10	0.17	应收账款及应收票据	471	1126	1425	1709
经营效率指标					存货	209	304	359	419
应收帐款周转天数	20.92	20.92	20.92	20.92	其它流动资产	1483	2088	2416	2767
存货周转天数	6.83	6.83	6.83	6.83	流动资产合计	3351	3918	6776	9417
总资产周转率	0.18	0.41	0.47	0.51	长期股权投资	2	22	42	62
固定资产周转率	0.67	1.23	1.33	1.42	固定资产	12225	15971	18769	21071
					在建工程	6062	4875	4400	4210
					无形资产	721	658	596	536
					非流动资产合计	41796	44312	46593	48665
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	45147	48230	53369	58083
净利润	-4148	949	2408	3433	短期借款	10843	12399	16510	18106
少数股东损益	-22	4	10	14	应付票据及应付账款	1110	1616	1908	2228
非现金支出	2854	1083	1318	1527	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	681	871	635	490	其它流动负债	5907	5975	6294	6644
营运资金变动	842	-781	-73	-23	流动负债合计	17860	19990	24711	26978
经营活动现金流	208	2125	4298	5440	长期借款	3625	3625	1625	625
资产	-1687	-3535	-3533	-3530	其它长期负债	14093	14093	14093	14093
投资	-46	-20	-20	-20	非流动负债合计	17718	17718	15718	14718
其他	0	3	3	3	负债总计	35577	37708	40429	41696
投资活动现金流	-1734	-3552	-3550	-3548	实收资本	2214	2214	2214	2214
债权募资	13061	1556	2111	596	归属于母公司所有者权益	9542	10490	12899	16331
股权募资	3284	0	0	0	少数股东权益	28	32	41	55
其他	-14757	-918	-684	-541	负债和所有者权益合计	45147	48230	53369	58083
融资活动现金流	1588	638	1427	55					
现金净流量	84	-789	2175	1947					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈宇 交通运输行业
虞楠 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 上海机场,建发股份,美兰空港,中国国航,春秋航空,深圳机场,吉祥航空

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。