

春秋航空 (601021.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 业绩超预期 率先扭亏为盈

业绩简评

2023年4月27日,公司披露2022年年报及2023年一季报,2022年公司实现营收83.7亿元,同比下降23%;实现归母净利润-30.4亿元,同比增亏31亿元,亏损额略高于业绩预亏公告范围(-26亿元到-23.5亿元)。2023Q1公司实现营收38.6亿元,同比增长64%;实现归母净利润3.6亿元,实现扭亏为盈,超出市场预期。

经营分析

2022年供需双降,2023Q1快速复苏。2022年国内疫情反复,公司ASK同比下降27%,仅为2019年69%;RPK同比下降34%,仅为2019年57%;客座率下降8pct至75%。受燃油附加费征收及国际客票上涨影响,全年客公里收益增长17%,其中国内客公里收益仅较2019年低3.6%。伴随航空市场快速恢复,2023Q1RPK快速恢复至2019年96%,其中国内RPK恢复至2019年135%,国际RPK恢复至2019年24%,地区RPK恢复至2019年31%,客座率恢复至86.9%。需求恢复较快,2023Q1单位RPK营收同比增长30%。

Q1伴随周转恢复,单位成本环比改善。2022年公司单位航油成本上升60%,叠加ASK同比下降,全年看公司单位座公里营业成本同比上升40%至0.38元。此外2022年人民币贬值亦导致公司录得汇兑净损失1.26亿元,影响盈利。进入2023年,Q1国内航油出厂价上涨27%,但由于周转大幅改善,公司单位ASK成本同比仅增长7%至0.35元,较2022全年下降8%。受益于收入大幅增加,2023Q1毛利率为12.6%,同比转正,归母净利扭亏为盈,超出市场预期。

国际恢复较快,中期运力增速领跑。随着“乙类乙管”于2023年初实施,当前国内市场恢复良好,公司国内运力投放远超2019年,同时由于国际线中亚洲地区航线恢复快于洲际航线,公司国际航班复苏进程亦快于行业,将享有需求爆发下国际高票价红利,预计公司全年将率先盈利。中期看,2023-2025年公司计划净增飞机31架,年增速分别为6%、11%、7%,高于行业平均水平,成长性凸显。伴随运力的投放,预计中期公司收入及利润规模将继续扩大,展现低成本航司快速扩张的能力。

盈利预测、估值与评级

考虑2024年后公司持续引进飞机,维持2023净利预测18.8亿元,上调2024年归母净利预测至32.8亿元(原28.2亿元),新增2025年归母净利预测38.7亿元。维持“买入”评级。

风险提示

需求恢复不及预期风险,汇率波动风险,油价上涨风险,增发摊薄风险,安全事故风险。

交通运输组

分析师:郑树明(执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师:王凯婕(执业S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价(人民币):60.76元

相关报告:

1.《Q3盈利再度承压,业绩降幅环比收窄-春秋航空季报点评》,2022.10.30

2.《Q2疫情影响供需,盈利承压明显-春秋航空半年报点评》,2022.8.31

3.《盈利韧性出众,长期成长可期-春秋航空深度报告》,2022.6.29



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,858	8,369	18,291	24,070	26,340
营业收入增长率	15.8%	-22.9%	118.6%	31.6%	9.4%
归母净利润(百万元)	39	-3,036	1,882	3,278	3,870
归母净利润增长率	-106.6%	-7861.9%	N/A	74.2%	18.0%
摊薄每股收益(元)	0.043	-3.102	1.923	3.350	3.954
每股经营性现金流净额	1.84	0.45	3.41	6.26	6.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.3%	-22.2%	12.0%	17.6%	17.5%
P/E	1,330.93	-20.71	31.60	18.14	15.37
P/B	3.79	4.59	3.80	3.20	2.69

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	9,373	10,858	8,369	18,291	24,070	26,340	货币资金	9,192	7,260	10,208	10,788	11,861	12,855
增长率	15.8%	-22.9%	118.6%	31.6%	9.4%		应收款项	504	684	633	2,572	3,385	3,704
主营业务成本	-9,976	-11,331	-11,590	-15,308	-19,115	-20,665	存货	218	213	175	171	213	230
%销售收入	106.4%	104.4%	138.5%	83.7%	79.4%	78.5%	其他流动资产	412	556	830	1,265	1,490	1,582
毛利	-603	-473	-3,221	2,983	4,955	5,675	流动资产	10,325	8,714	11,846	14,796	16,949	18,371
%销售收入	n.a	n.a	n.a	16.3%	20.6%	21.5%	%总资产	31.8%	22.7%	27.3%	32.4%	35.4%	37.7%
营业税金及附加	-14	-21	-24	-55	-72	-79	长期投资	899	1,022	1,133	1,133	1,133	1,133
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资本	19,169	21,965	24,177	24,246	24,884	24,789
销售费用	-206	-219	-180	-366	-457	-474	%总资产	59.1%	57.3%	55.7%	53.1%	52.0%	50.8%
%销售收入	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	无形资产	1,105	1,167	1,177	1,244	1,306	1,364
管理费用	-159	-204	-188	-219	-277	-290	非流动资产	22,105	29,606	31,574	30,843	30,933	30,408
%销售收入	1.7%	1.9%	2.3%	1.2%	1.2%	1.1%	%总资产	68.2%	77.3%	72.7%	67.6%	64.6%	62.3%
研发费用	-107	-119	-122	-201	-253	-263	资产总计	32,430	38,320	43,420	45,639	47,882	48,779
%销售收入	1.1%	1.1%	1.5%	1.1%	1.1%	1.0%	短期借款	8,083	7,301	11,023	12,104	10,316	7,359
息税前利润 (EBIT)	-1,089	-1,035	-3,735	2,142	3,896	4,569	应付款项	1,021	988	945	1,213	1,515	1,637
%销售收入	n.a	n.a	n.a	11.7%	16.2%	17.3%	其他流动负债	1,785	1,386	1,479	2,492	3,384	3,744
财务费用	-80	-287	-622	-630	-624	-619	流动负债	10,890	9,675	13,446	15,809	15,215	12,740
%销售收入	0.9%	2.6%	7.4%	3.4%	2.6%	2.4%	长期贷款	5,983	9,472	10,896	10,896	10,896	10,896
资产减值损失	-349	-3	-1	0	0	0	其他长期负债	1,377	5,427	5,384	3,287	3,173	3,063
公允价值变动收益	-1	-2	30	-3	0	0	负债	18,249	24,573	29,727	29,992	29,284	26,699
投资收益	-379	-1	-13	0	0	0	普通股股东权益	14,181	13,747	13,693	15,647	18,598	22,080
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	916	916	979	979	979	979
营业利润	-626	6	-3,417	2,509	4,371	5,159	未分配利润	7,903	7,444	4,409	6,290	9,241	12,724
营业利润率	n.a	0.1%	n.a	13.7%	18.2%	19.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	21	10	18	0	0	0	负债股东权益合计	32,430	38,320	43,420	45,639	47,882	48,779
税前利润	-605	16	-3,399	2,509	4,371	5,159	比率分析						
利润率	n.a	0.1%	n.a	13.7%	18.2%	19.6%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	13	21	363	-627	-1,093	-1,290	每股指标						
所得税率	n.a	-132.7%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	-0.64	0.04	-3.10	1.92	3.35	3.95
净利润	-591	37	-3,036	1,882	3,278	3,870	每股净资产	15.47	15.00	13.99	15.99	19.01	22.56
少数股东损益	-3	-2	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.90	1.84	0.45	3.41	6.26	6.81
归属于母公司的净利润	-588	39	-3,036	1,882	3,278	3,870	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00	0.34	0.40
净利率	n.a	0.4%	n.a	10.3%	13.6%	14.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-4.1%	0.3%	-22.2%	12.0%	17.6%	17.5%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	-1.8%	0.1%	-7.0%	4.1%	6.8%	7.9%
净利润	-591	37	-3,036	1,882	3,278	3,870	投入资本收益率	-3.8%	-7.9%	-9.4%	4.2%	7.3%	8.5%
少数股东损益	-3	-2	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,332	2,218	2,345	2,129	2,110	2,125	主营业务收入增长率	-36.7%	15.8%	-22.9%	118.6%	31.6%	9.4%
非经营收益	377	172	146	733	624	619	EBIT增长率	N/A	-5.0%	260.8%	-157.3%	81.9%	17.3%
营运资金变动	-292	-744	983	-1,410	114	53	净利润增长率	-132.0%	-106.6%	-7861.9%	N/A	74.2%	18.0%
经营活动现金净流	826	1,684	439	3,334	6,127	6,667	总资产增长率	10.4%	18.2%	13.3%	5.1%	4.9%	1.9%
资本开支	-4,357	-6,190	-4,572	-1,459	-2,200	-1,600	资产管理能力						
投资	-731	-2	-122	-3	0	0	应收账款周转天数	3.6	2.7	4.4	3.0	3.0	3.0
其他	200	229	150	0	0	0	存货周转天数	7.1	6.9	6.1	4.1	4.1	4.1
投资活动现金净流	-4,887	-5,963	-4,544	-1,463	-2,200	-1,600	应付账款周转天数	25.8	19.4	16.6	18.5	18.5	18.5
股权募资	0	0	2,972	72	0	0	固定资产周转天数	504.6	556.8	753.8	346.2	272.8	248.0
债权募资	4,784	1,739	4,183	-616	-1,788	-2,957	偿债能力						
其他	816	580	-250	-630	-952	-1,006	净负债/股东权益	34.4%	69.2%	84.4%	77.1%	49.5%	23.8%
筹资活动现金净流	5,600	2,320	6,906	-1,173	-2,740	-3,963	EBIT利息保障倍数	-13.7	-3.6	-6.0	3.4	6.2	7.4
现金净流量	1,460	-2,011	3,055	698	1,187	1,104	资产负债率	56.27%	64.13%	68.46%	65.72%	61.16%	54.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-29	买入	56.90	65.60~65.60
2	2022-08-31	买入	49.33	N/A
3	2022-10-30	买入	51.23	N/A

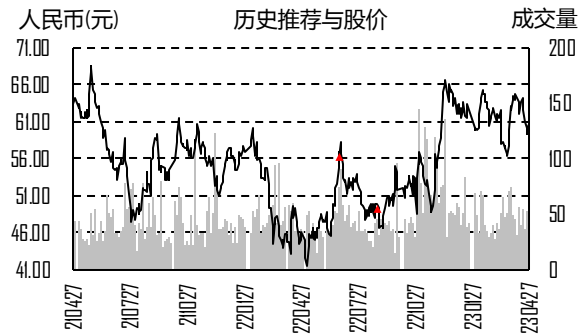
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402