

春秋航空(601021)

Q4 淡季不淡，主营业务利润表现略超市场预期

——春秋航空 2020 业绩预告点评

✍️ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003
☎️ : 021-80108129
✉️ : lidan02@stocke.com.cn

报告导读

春秋航空发布 2020 年业绩预亏报告, 预计 2020 归母净利润为-5.38 亿元到-6.289 亿元, 扣非归母净利润约为-7.35 亿元到-8.46 亿元; 公司于本期对春航日本长期股权投资确认投资亏损, 若扣除该事项影响后, 预计 2020 年归母净利润约为 1.02 亿元到 1.62 亿元, 其中 Q4 为 2.51 亿元到 3.11 亿元, 主营业务表现略超市场预期。

投资要点

□ 本期确认长投亏损约 7 亿, 若剔除后主营业务实现盈利, 表现略超预期

全年来看, 公司主要经营指标下滑幅度较大, 其中飞机日利用率、客公里收益和客座率水平较上年分别下降大约 23%、17%和 11pct, 从而使得主营业务业绩大幅下滑。公司预计 2020 归母净利润为-5.38 亿元到-6.289 亿元, 扣非归母净利润为-7.352 亿元到-8.461 亿元。

受新冠疫情和 2020 年日本东京奥运会亦延期举行影响, 春航日本(春秋 20 年增资 7.31 亿元, 出资占比 57%) 业务遭受巨大影响。公司于本期对春航日本长期股权投资确认投资亏损, 预计该事项影响公司年度合并报表净利润金额为-7 亿元到-7.31 亿元。若扣除该事项影响后, 公司预计 2020 归母净利润约为 1.02 亿元到 1.62 亿元, 其中 Q4 为 2.51 亿元到 3.11 亿元, 主营业务全年利润表现超市场预期。

□ 机队规模逆势扩张, 2020 全年净增 9 架 A320 飞机

根据通行线 Toursline 初步统计, 2020 年, 全国仅 28 家航司(占 53%) 引进约 140 架飞机; 春秋航空排名第 5, 净增 9 架飞机, 其中 H1、H2 分别净增 3 架、6 架空客 A320 飞机, 截至 2020 年末, 公司共有 102 架 A320 系列飞机, 与 2019 年报中披露的当年机队净扩充 10 架 A320 飞机的规划基本相符。

□ Q4 淡季不淡, 12 月国内 ASK、RPK 同比分别增加 66%、45%

2020 年, 新冠疫情对全国航空出行市场需求的持续增长形成了暂时的抑制, Q2 起国内疫情基本得以稳定, 但后续部分地区包括公司主要运营基地在内的上海、沈阳、石家庄等地均发生了较为严重的散发或聚集性疫情, 导致公司主营业务的持续恢复和增长存在压力。

春秋航空运营恢复情况全行业领先。基于高效率经营, 春秋 2020 年新开通 87 条航线, 20 夏秋、20 冬春航季周度国内航班量同比分别增加 40%、57%, 增幅列全行业首位。2020 年, 公司 ASK、RPK 同比分别下降 13.4%、24.0%; 客座率 79.67%, 同比下降 11.1pct; 旅客运输量 1859 万人次, 同比减少 17%。国内航线方面, 5 月 ASK 同比已回正、6 月 RPK 同比亦回正, Q4 传统淡季不淡, 12 月 ASK、RPK 分别增长 65.8%、45.5%; 全年国内 ASK、RPK、旅客运输量同比分别-1.5%、-11%、+9.6%。国际航线仍处低位, 12 月旅客运输量同比减少 99%。

□ 盈利预测及估值

在疫情对行业需求冲击情况下, 公司运力修复速度全行业最快。2020 年新开通

评级

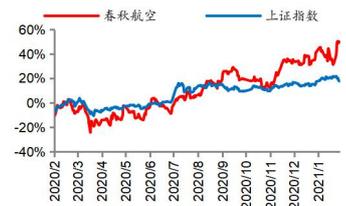
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 58.99

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.29
2Q/2020 -0.20
1Q/2020 -0.25
4Q/2019 0.13



公司简介

公司作为中国首批民营航空公司之一, 专注于低成本经营模式, 是国内载运旅客人次、旅客周转量最大的民营航空公司之一, 也是东北亚地区领先的低成本航空公司。

相关报告

- 《20 三季报点评: 经营恢复程度领先全行业, Q3 净利润回正》2020.10.30
- 《20 中报点评: 航班恢复领先全行业, 运营管理灵活高效》2020.08.29
- 《春秋航空深度: 盈利能力领先同行, 疫情凸显经营管理水平》2020.07.13
- 《票价稳定和成本控制优势凸显》2020.05.02

报告撰写人: 李丹

联系人: 李丹

87 条航线，20 夏秋、20 冬春航季国内航班同比分别增加 40%、57%。2021 年起，我国开始加快实施新冠疫苗接种，我们预计 2022 年疫情对公司冲击有限。因此，我们预计，公司 2020-2022 年归母净利润分别为-5.62、9.14、15.28 亿元，对应 EPS 分别为-0.61、1.00、1.67 元，维持“买入”评级。

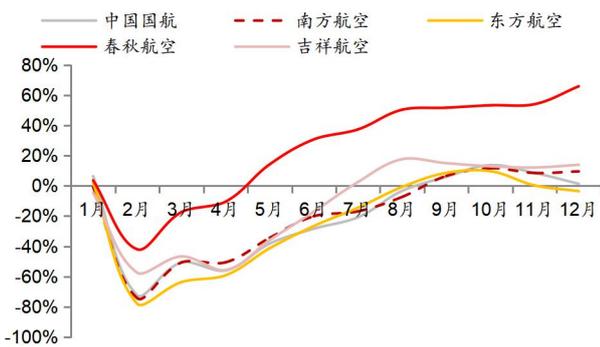
□ 风险提示

新冠疫情恢复不及预期，行业需求不及预期，油价大幅上涨等

财务摘要

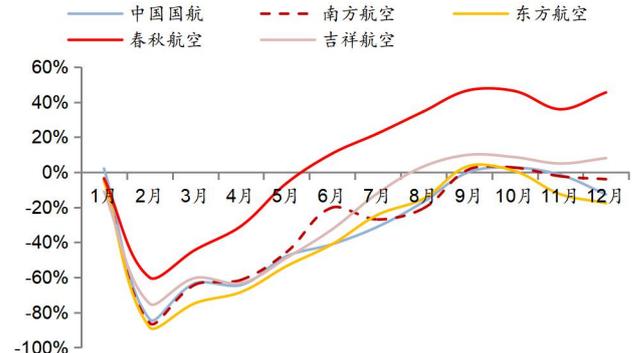
(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	14804	10319	14425	17222
(+/-)	12.88%	-30.29%	39.79%	19.39%
净利润	1841	-562	914	1528
(+/-)	22.50%	-	-	67.21%
每股收益(元)	2.01	-0.61	1.00	1.67
P/E	21.22	-69.55	42.75	25.57

图 1：2020 年春秋 ASK 恢复程度领先全行业



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 2：2020 年春秋 RPK 恢复程度领先全行业



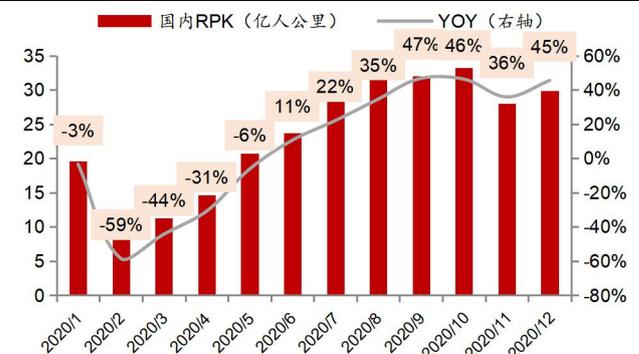
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 3：2020 全年春秋航空国内 ASK 同比增加 25%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 4：2020 全年春秋航空国内 RPK 同比增加 9%



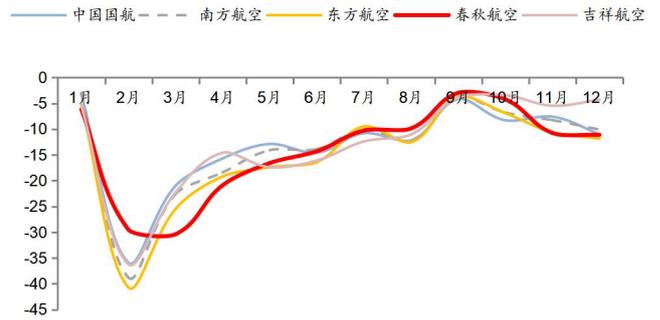
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 5：2020 全年春秋国内客座率同比下降 12%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 6：2020 上市航司国内航线客座率同比情况 (%)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9720	7826	8560	8910	营业收入	14804	10319	14425	17222
现金	7719	6904	7409	7473	营业成本	13115	10638	12931	15170
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	17	10	16	21
应收账款	121	106	111	134	营业费用	261	165	231	284
其它应收款	476	0	0	0	管理费用	182	155	202	237
预付账款	1127	563	753	997	研发费用	125	87	122	146
存货	169	117	148	178	财务费用	110	460	492	469
其他	108	136	139	128	资产减值损失	36	8	16	25
非流动资产	19647	19831	21303	22538	公允价值变动损益	(16)	27	(17)	28
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	12	(920)	(780)	(550)
长期投资	24	25	27	26	其他经营收益	1357	1266	1492	1564
固定资产	11546	12754	13780	14911	营业利润	2311	(832)	1110	1912
无形资产	66	62	58	54	营业外收支	93	93	93	93
在建工程	5540	5465	5730	5663	利润总额	2404	(738)	1203	2005
其他	2471	1525	1709	1885	所得税	566	(177)	291	480
资产总计	29367	27657	29863	31448	净利润	1838	(561)	913	1526
流动负债	8650	6622	7675	8341	少数股东损益	(3)	1	(1)	(2)
短期借款	3457	2598	2916	2990	归属母公司净利润	1841	(562)	914	1528
应付款项	731	534	675	800	EBITDA	3657	569	2661	3561
预收账款	1354	888	1287	1531	EPS (最新摊薄)	2.01	(0.61)	1.00	1.67
其他	3108	2602	2797	3020	主要财务比率				
非流动负债	5676	6732	7155	6732		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	4258	5458	4958	4508	成长能力				
其他	1418	1274	2197	2224	营业收入	12.88%	-30.29%	39.79%	19.39%
负债合计	14325	13353	14830	15073	营业利润	20.45%	-136.00%	233.44%	72.25%
少数股东权益	3	4	2	(0)	归属母公司净利润	22.50%	-	-	67.21%
归属母公司股东权益	15039	14300	15031	16376	获利能力				
负债和股东权益	29367	27657	29863	31448	毛利率	11.41%	-3.09%	10.36%	11.91%
					净利率	12.42%	-5.44%	6.33%	8.86%
					ROE	12.98%	-3.83%	6.23%	9.73%
					ROIC	8.05%	-0.85%	5.03%	7.06%
					偿债能力				
					资产负债率	48.78%	48.28%	49.66%	47.93%
					净负债比率	67.53%	72.50%	64.12%	61.29%
					流动比率	1.12	1.18	1.12	1.07
					速动比率	1.10	1.16	1.10	1.05
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.36	0.50	0.56
					应收账款周转率	121.49	99.28	136.17	127.66
					应付帐款周转率	19.70	16.81	21.38	20.57
					每股指标(元)				
					每股收益	2.01	-0.61	1.00	1.67
					每股经营现金	3.75	2.95	3.81	4.02
					每股净资产	16.40	15.60	16.40	17.86
					估值比率				
					P/E	21.22	-69.55	42.75	25.57
					P/B	2.60	2.73	2.60	2.39
					EV/EBITDA	11.84	75.38	15.86	11.76

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>