

剔除长投损失与减值影响，春秋步入盈利修复期

——春秋航空年报预告点评

核心观点

- 春秋日本计提减值，导致 2020 年业绩出现亏损。公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润为亏损 5.38-6.29 亿元，扣除非经常性损益之后归母净利润亏损 7.35-8.46 亿元。其中业绩亏损主要原因是 2020 年由于疫情导致航空出行需求受到影响，公司对联营企业春秋日本长期股权投资确认亏损并计提减值，影响公司利润为-7 到-7.3 亿元，扣除该事项之后，预计 2020 年公司实现归母净利润为 1.02-1.62 亿元。
- 剔除减值因素影响，2020 年下半年春秋进入盈利修复期。若还原此次减值之后，春秋航空 2020 年 Q3/Q4 均实现盈利，其中 Q4 剔除减值之后实现净利 2.5-3.1 亿元，环比 Q3 延续改善趋势。从全年经营数据看，2020 年公司 ASK 同比下滑 13.4%，国内 ASK 增长 25.2%，国际线下滑 82.3%；客座率环节全年客座率为 79.7%，下滑 11.1%；票价端，公司此次披露 2020 年客公里同比下滑 17%。成本端，2020 年低油价为春秋成本减负，其中 Q4 燃油均价同比下降 44%。
- 基因机遇强执行力，逆境之中扩大公司经营优势。公司核心竞争优势为领先的成本管控力，根植于基因难以模仿；在疫情背景下，公司逆势进行战略扩张，在疫情期间获取的时刻资源有望成为公司长期份额扩张的推动力。目前公司国内 ASK 运力连续 5 个月投放保持 50%以上增长，超过同行凸显公司卓越的航空网络灵活性。

财务预测与投资建议

- 考虑到计提减值影响，我们调整公司 20-22 年 EPS 至-0.61/1.5/3.04 元，原预测为（20-22 年-0.34/1.43/2.96 元），参考可比公司估值水平 15 倍考虑到春秋经营稳健性，给予 30%估值溢价对应 2022 年 20 倍 PE 估值，对应目标价为 60.8 元，维持增持评级。

风险提示

航空业激烈价格竞争，燃油价格大幅上涨，疫情控制不及预期，新租赁准则切换

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,114	14,804	9,588	14,041	17,530
同比增长(%)	19.5%	12.9%	-35.2%	46.4%	24.9%
营业利润(百万元)	1,918	2,311	(738)	1,785	3,625
同比增长(%)	20.1%	20.5%	-131.9%	341.9%	103.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,503	1,841	(556)	1,375	2,782
同比增长(%)	19.1%	22.5%	-130.2%	347.2%	102.4%
每股收益(元)	1.64	2.01	(0.61)	1.50	3.04
毛利率(%)	9.7%	11.4%	-11.7%	7.3%	16.0%
净利率(%)	11.5%	12.4%	-5.8%	9.8%	15.9%
净资产收益率(%)	13.8%	13.0%	-3.8%	9.3%	16.5%
市盈率	36.0	29.4	(97.2)	39.3	19.4
市净率	4.1	3.6	3.8	3.5	3.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月29日)	58.99 元
目标价格	60.8 元
52周最高价/最低价	61.5/28.73 元
总股本/流通A股(万股)	91,646/91,646
A股市值(百万元)	54,062
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年01月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	18.21	6.43	38.4	51.38
相对表现	22.16	2.56	21.08	43.89
沪深300	-3.95	3.87	17.32	7.49



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖伟

xiaoyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020001

证券分析师 王凯

wangkai5@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520090003

相关报告

- 逆境之下凸显卓越，行业低谷战略扩张：—— 2021-01-16
——春秋航空系列报告执行篇
- 植根于基因的领先商业模式和精细运营能力：——春秋航空系列报告基因篇 2021-01-07
- 低成本航空实现逆周期扩张：春秋航空首次覆盖报告 2021-01-03

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

考虑近期航空业疫情反复，我们对公司 20-22 年 ASK 调整为 378/482/549 亿人公里，客座率调整为 80%/84%/89%，客公里收入调整为 0.3/0.33/0.35 元，资产信用减值调整为 200/9/7 百万元，投资净收益调整为-500/-100/3 百万元，考虑到民航补贴增加其他收益调整为 1583/1716/1789 百万元。综合考虑到 2020 年春秋日本亏损与计提减值影响，我们调整公司 20-22 年 EPS 至-0.61/1.5/3.04 元，原预测为（20-22 年-0.34/1.43/2.96 元）。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
核心假设						
ASK（亿人公里）	375	491	571	378	482	549
变动幅度				1.0%	-1.9%	-3.8%
RPK（亿人公里）	303	411	497	301	405	488
变动幅度				-0.5%	-1.6%	-1.7%
客座率（%）	81%	84%	87%	80%	84%	89%
变动幅度				-1%	0%	2%
客公里收入（元）	0.32	0.34	0.36	0.30	0.33	0.35
变动幅度				-4.7%	-1.4%	-2.1%
资产/信用减值损失	0	9	8	200	9	7
变动幅度				不可比	2.0%	-6.7%
其他收益	1417	1533	1597	1583	1716	1789
变动幅度				11.7%	11.9%	12.0%
投资净收益	2	3	3	-500	-100	3
变动幅度				不可比	不可比	0.0%
分产品盈利预测						
航空客运（百万元）						
销售收入	9,611	13,948	17,656	9,111	13,534	16,994

变动幅度				-5.2%	-3.0%	-3.7%
毛利率	-14.5%	5.4%	14.9%	-14.9%	5.7%	15.0%
变动幅度				-0.3%	0.3%	0.0%
航空货运（百万元）						
销售收入	124	135	146	124	135	146
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	6.0%	6.6%	8.8%	6.0%	6.6%	8.8%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他业务（百万元）						
销售收入	353	371	389	353	371	389
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	62.3%	62.3%	62.3%	62.3%	62.3%	62.3%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	10,088	14,454	18,192	9,588	14,041	17,530
变动幅度				-5.0%	-2.9%	-3.6%
综合毛利率	-11.6%	6.9%	15.9%	-11.7%	7.3%	16.0%
变动幅度				-0.1%	0.4%	0.1%
主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）		调整前			调整后	
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,088	14,454	18,192	9,588	14,041	17,530
变动幅度				-5.0%	-2.9%	-3.6%
营业利润	-414	1,698	3,535	-738	1,785	3,625
变动幅度				-78.3%	5.1%	2.6%
归属母公司净利润	-308	1,308	2,713	-556	1,375	2,782
变动幅度				-80.5%	5.1%	2.6%
每股收益（元）	-0.34	1.43	2.96	-0.61	1.50	3.04
变动幅度				-80.5%	5.1%	2.6%

毛利率(%)	-11.6%	6.9%	15.9%	-11.7%	7.3%	16.0%
变动幅度				-0.1%	0.4%	0.1%
净利率(%)	-3.1%	9.1%	14.9%	-5.8%	9.8%	15.9%
变动幅度				-2.7%	0.7%	1.0%

数据来源：wind，东方证券研究所（年报未出，减值与投资收益科目难以拆分或与最终数字存在差异）

投资建议

我们考虑到计提减值影响，我们调整公司 20-22 年 EPS 至-0.61/1.5/3.04 元，原预测为（20-22 年 -0.34/1.43/2.96 元），参考可比公司估值水平 15 倍 PE 且考虑到春秋经营稳健性，给予 30% 估值溢价对应 2022 年 20 倍 PE 估值，对应目标价为 60.8 元，维持增持评级。

表 2：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2021/1/31	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
中国国航	601111.SH	7.49	0.44	-0.74	0.31	0.50	17.02	-10.12	24.16	14.98	
东方航空	600115.SH	4.68	0.20	-0.64	0.16	0.30	23.40	-7.31	29.25	15.60	
南方航空	600029.SH	5.96	0.22	-0.63	0.22	0.40	27.09	-9.46	27.09	14.90	
华夏航空	002928.SZ	12.65	0.84	0.45	0.75	1.00	15.06	28.11	16.87	12.65	
吉祥航空	603885.SH	11.37	0.51	-0.34	0.41	0.70	22.29	-33.44	27.73	16.24	
调整后平均估值水平：							20.91	-8.96	26.33	15.16	

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

航空业激烈价格竞争，燃油价格大幅上涨，疫情控制不及预期，新租赁准则切换

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,893	7,719	7,326	4,496	4,512	营业收入	13,114	14,804	9,588	14,041	17,530
应收票据、账款及款项融资	123	121	77	112	140	营业成本	11,844	13,115	10,709	13,019	14,722
预付账款	425	1,127	671	983	1,227	营业税金及附加	15	17	11	17	21
存货	124	169	107	130	147	营业费用	260	261	163	279	310
其他	3,577	585	396	529	634	管理费用及研发费用	307	307	221	365	412
流动资产合计	9,141	9,720	8,577	6,251	6,660	财务费用	84	110	105	182	224
长期股权投资	32	24	24	24	24	资产、信用减值损失	0	36	200	9	7
固定资产	10,454	11,546	13,731	18,053	20,681	公允价值变动收益	26	(16)	0	0	0
在建工程	4,481	5,540	5,550	5,561	5,571	投资净收益	(21)	12	(500)	(100)	3
无形资产	67	66	62	58	54	其他	1,310	1,357	1,583	1,716	1,789
其他	2,400	2,471	1,446	1,332	1,332	营业利润	1,918	2,311	(738)	1,785	3,625
非流动资产合计	17,434	19,647	20,813	25,028	27,662	营业外收入	87	97	11	12	12
资产总计	26,575	29,367	29,390	31,278	34,322	营业外支出	3	3	0	0	0
短期借款	2,695	3,457	5,223	5,223	5,223	利润总额	2,002	2,404	(727)	1,797	3,637
应付票据及应付账款	600	731	535	651	736	所得税	499	566	(171)	422	855
其他	3,641	4,461	3,967	4,368	4,682	净利润	1,503	1,838	(556)	1,375	2,782
流动负债合计	6,936	8,650	9,726	10,242	10,641	少数股东损益	0	(3)	0	0	0
长期借款	2,984	4,258	4,258	4,258	4,258	归属于母公司净利润	1,503	1,841	(556)	1,375	2,782
应付债券	2,298	192	0	0	0	每股收益(元)	1.64	2.01	-0.61	1.50	3.04
其他	1,032	1,226	1,243	1,210	1,210						
非流动负债合计	6,314	5,676	5,501	5,468	5,468	主要财务比率					
负债合计	13,251	14,325	15,227	15,710	16,109		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	3	3	3	3	成长能力					
实收资本(或股本)	917	917	917	917	917	营业收入	19.5%	12.9%	-35.2%	46.4%	24.9%
资本公积	4,887	4,886	4,893	4,893	4,893	营业利润	20.1%	20.5%	-131.9%	341.9%	103.1%
留存收益	7,453	9,111	8,371	9,746	12,391	归属于母公司净利润	19.1%	22.5%	-130.2%	347.2%	102.4%
其他	68	125	(20)	10	10	获利能力					
股东权益合计	13,325	15,041	14,163	15,568	18,213	毛利率	9.7%	11.4%	-11.7%	7.3%	16.0%
负债和股东权益总计	26,575	29,367	29,390	31,278	34,322	净利率	11.5%	12.4%	-5.8%	9.8%	15.9%
						ROE	13.8%	13.0%	-3.8%	9.3%	16.5%
						ROIC	7.5%	7.8%	-1.9%	5.7%	10.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	49.9%	48.8%	51.8%	50.2%	46.9%
净利润	1,503	1,838	(556)	1,375	2,782	净负债率	33.1%	14.3%	29.0%	44.6%	38.0%
折旧摊销	799	783	819	1,082	1,376	流动比率	1.32	1.12	0.88	0.61	0.63
财务费用	84	110	105	182	224	速动比率	1.30	1.10	0.87	0.60	0.61
投资损失	21	(12)	500	100	(3)	营运能力					
营运资金变动	(1,136)	2,529	73	3	(2)	应收账款周转率	125.9	121.4	97.0	148.5	138.7
其它	1,625	(1,812)	832	135	7	存货周转率	109.3	89.7	77.7	109.7	106.1
经营活动现金流	2,896	3,436	1,774	2,877	4,384	总资产周转率	0.6	0.5	0.3	0.5	0.5
资本支出	(3,204)	(2,814)	(3,010)	(5,410)	(4,010)	每股指标(元)					
长期投资	(945)	990	0	0	0	每股收益	1.64	2.01	-0.61	1.50	3.04
其他	(1,364)	(457)	(500)	(100)	3	每股经营现金流	3.16	3.75	1.93	3.14	4.78
投资活动现金流	(5,513)	(2,280)	(3,510)	(5,510)	(4,007)	每股净资产	14.54	16.41	15.45	16.98	19.87
债权融资	(559)	(114)	(140)	(15)	0	估值比率					
股权融资	3,463	(1)	7	0	0	市盈率	36.0	29.4	-97.2	39.3	19.4
其他	244	1,669	1,477	(182)	(361)	市净率	4.1	3.6	3.8	3.5	3.0
筹资活动现金流	3,148	1,554	1,344	(197)	(361)	EV/EBITDA	20.5	17.9	307.6	18.8	11.0
汇率变动影响	50	15	-0	-0	-0	EV/EBIT	28.7	23.7	-90.7	29.2	14.9
现金净增加额	581	2,725	(393)	(2,830)	16						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn