

公司研究

竞争优势明显，盈利能力有望快速恢复

——春秋航空（601021.SH）2020年报及2021年一季度报点评

要点

◆**事件：公司发布2020年报及2021年一季度报。**公司2020年实现营业收入93.7亿元，同比下降36.68%；实现归母净亏损5.88亿元，同比由盈转亏，位于业绩预告区间中位数附近；实现扣非归母净亏损8.0亿元，同比由盈转亏，位于业绩预告区间中位数偏下。公司2020年度不分红派息。公司21年一季度实现营业收入22.2亿元，同比下降6.75%，实现归母净亏损2.85亿元，亏损同比增加约25%，实现扣非归母净亏损3.14亿元，亏损同比增加约6.8%。

◆**20年公司ASK同比下降，21年一季度ASK快速恢复。**公司2020年可用座公里（ASK）同比下降13.42%，较19年同期增速（12.2%）由正转负，其中国内航线ASK同比上涨25.2%；海外客运需求疫情以来持续处于低位，20年地区、国际航线ASK分别同比下降83.6%、82.2%。公司20年综合客座率为79.67%，同比减少11.14pct。公司20年飞机日利用率为8.69小时，较上年减少2.55小时。公司20年底共运营102架客机，较19年底增加9架，低于上年同期净增数（12架）。公司21年一季度ASK同比上涨25.44%，恢复至19年同期的97.6%。

◆**客公里收益大幅下降，客运收入大幅下降。**由于公司国内航线释放供给较多，导致整体票价水平降幅较大。2020年公司客公里收益为0.299元，同比下降17.3%，其中国内、地区、国际客公里收益同比分别变化-22.7%、+69.1%、+70.5%。综合量价影响，公司20年实现客运收入90.2亿元，同比下降37.19%。

◆**部分经营成本刚性，毛利率转负。**由于经营业务大幅缩减，在油价大幅下跌、起降费减免等扶植政策的背景下，2020年公司航油成本、起降费分别同比下降44.94%、29.88%；但折旧成本存在刚性，公司2020年飞发租赁折旧成本同比上涨8.58%。综合以上，公司2020年主营成本同比下降23.97%，低于收入降幅。受此影响，公司2020年航空运输业务毛利率为-7.77%，同比由正转负。

◆**低成本竞争优势明显，国内运营主体盈利能力快速恢复。**疫情期间，在其他航空公司大幅削减运力的情况下，春秋航空依靠低成本优势，在边际贡献定价策略下能够提供更多运力，进而实现更多边际收益。随着国内疫情迅速缓解，公司依托竞争优势，国内航线客运量快速回升，大幅领跑同业公司。如果剔除春秋日本的投资亏损（亏损4.02亿）以及减值准备（3.29亿），公司2020年归母净利润约1.43亿元，扣非归母净亏损约0.69亿元。在新冠疫情的极端情况下，春秋航空优秀的运营能力得到了进一步验证。

◆**投资建议：**今年五一机票预订量价齐升，有望超过2019年五一假期水平，国内航空需求集中释放趋势明确；公司竞争优势明显，盈利能力有望快速恢复。考虑公司国内航线投放保持高位，我们上调公司21-22年EPS 15%/22%至1.32元/2.61元，新增23年EPS为3.14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）	14,804	9,373	14,175	17,894	20,559
营业收入增长率	12.88%	-36.68%	51.24%	26.23%	14.89%
净利润（百万元）	1,841	-588	1,211	2,396	2,881
净利润增长率	22.50%	-	-	97.77%	20.24%
EPS（元）	2.01	-0.64	1.32	2.61	3.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.24%	-4.15%	7.87%	13.56%	14.19%
P/E	32	-	48	24	20
P/B	3.9	4.1	3.8	3.3	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-29

增持（维持）

当前价：63.28元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

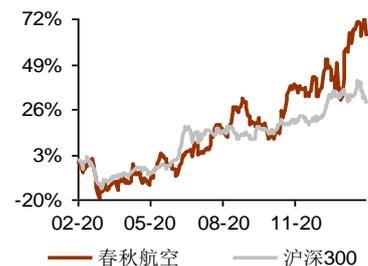
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.16
总市值(亿元)	579.94
一年最低/最高(元)	32.64/67.98
近3月换手率	33.03%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.44	-0.21	69.49
绝对	5.15	1.50	71.21

资料来源：Wind

相关研报

3月民航恢复势头持续向好，“五一”机票预订量价齐升——航空运输业2021年3月经营数据点评（2021-04-16）

需求恢复推动航空股价修复，减费放权提升航空公司盈利能力——3月15日航空股大涨及航空运输业2021年2月经营数据点评（2021-03-16）

征收标准下调利好航司，民航业“降费增效”大势所趋——民航发展基金再次下调点评（2021-03-05）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业2021年春季策略报告（2021-03-04）

国内航线需求率先恢复，成本管控确保竞争优势——春秋航空（601021.SH）2020年中报点评（2020-08-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,804	9,373	14,175	17,894	20,559
营业成本	13,115	9,976	12,816	15,535	17,793
折旧和摊销	878	925	1,077	1,239	1,342
税金及附加	17	14	21	18	21
销售费用	261	206	284	251	267
管理费用	182	159	198	188	206
研发费用	125	107	142	143	164
财务费用	110	80	214	353	363
投资收益	12	-379	-200	20	200
营业利润	2,311	-626	1,576	3,055	3,693
利润总额	2,404	-605	1,594	3,153	3,791
所得税	566	-13	383	757	910
净利润	1,838	-591	1,211	2,396	2,881
少数股东损益	-3	-3	0	0	0
归属母公司净利润	1,841	-588	1,211	2,396	2,881
EPS(按最新股本计)	2.01	-0.64	1.32	2.61	3.14

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,436	826	2,287	4,051	4,471
净利润	1,841	-588	1,211	2,396	2,881
折旧摊销	878	925	1,077	1,239	1,342
净营运资金增加	-1,195	-4,787	4,373	2,870	2,031
其他	1,913	5,276	-4,374	-2,454	-1,783
投资活动产生现金流	-2,280	-4,887	-331	-6	-800
净资本支出	-5,337	-4,357	-1	-1	-1,000
长期投资变化	24	5	0	0	0
其他资产变化	3,032	-536	-330	-5	200
融资活动现金流	1,554	5,600	193	-1,070	-1,539
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	569	4,200	573	-642	-962
无息负债变化	505	-276	-339	494	390
净现金流	2,725	1,460	2,149	2,975	2,132

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	11.4%	-6.4%	9.6%	13.2%	13.5%
EBITDA 率	23.0%	16.1%	21.6%	25.9%	25.3%
EBIT 率	16.6%	5.6%	14.0%	18.9%	18.8%
税前净利润率	16.2%	-6.4%	11.2%	17.6%	18.4%
归母净利润率	12.4%	-6.3%	8.5%	13.4%	14.0%
ROA	6.3%	-1.8%	3.6%	6.7%	7.6%
ROE (摊薄)	12.2%	-4.1%	7.9%	13.6%	14.2%
经营性 ROIC	6.7%	2.0%	5.2%	8.4%	9.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	49%	56%	55%	51%	47%
流动比率	1.12	0.95	1.14	1.46	1.77
速动比率	1.10	0.93	1.11	1.42	1.73
归母权益/有息债务	1.52	1.01	1.05	1.26	1.56
有形资产/有息债务	2.92	2.21	2.23	2.48	2.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	29,367	32,430	33,877	36,003	38,073
货币资金	7,719	9,192	11,340	14,315	16,447
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	121	63	95	120	138
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	498	441	645	814	935
存货	169	218	280	339	389
其他流动资产	87	42	42	42	42
流动资产合计	9,720	10,325	12,831	16,149	18,545
其他权益工具	1,063	894	1,000	1,000	1,000
长期股权投资	24	5	5	5	5
固定资产	11,546	12,957	15,013	15,353	15,461
在建工程	5,540	6,212	3,106	1,553	1,027
无形资产	66	775	749	724	700
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	922	662	662	662	662
非流动资产合计	19,647	22,105	21,046	19,854	19,528
总负债	14,325	18,249	18,483	18,335	17,763
短期借款	3,457	5,334	6,647	5,775	4,720
应付账款	731	681	875	1,061	1,215
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,354	0	0	0	0
其他流动负债	0	300	300	300	300
流动负债合计	8,650	10,890	11,291	11,097	10,500
长期借款	4,258	5,983	5,983	5,983	5,983
应付债券	192	0	0	0	0
其他非流动负债	313	266	266	266	266
非流动负债合计	5,676	7,360	7,192	7,238	7,263
股东权益	15,041	14,181	15,394	17,668	20,310
股本	917	916	916	916	916
公积金	5,372	5,363	5,363	5,363	5,363
未分配利润	8,632	7,903	9,114	11,389	14,031
归属母公司权益	15,039	14,181	15,394	17,668	20,310
少数股东权益	3	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.76%	2.20%	2.00%	1.40%	1.30%
管理费用率	1.23%	1.70%	1.40%	1.05%	1.00%
财务费用率	0.75%	0.85%	1.51%	1.97%	1.77%
研发费用率	0.85%	1.15%	1.00%	0.80%	0.80%
所得税率	24%	2%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.20	0.00	0.13	0.26	0.31
每股经营现金流	3.75	0.90	2.50	4.42	4.88
每股净资产	16.40	15.47	16.80	19.28	22.16
每股销售收入	16.15	10.23	15.47	19.52	22.43

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	32	-	48	24	20
PB	3.9	4.1	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	21.6	48.5	23.7	15.6	13.7
股息率	0.3%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%

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的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