

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

## 交通运输

## 春秋航空 (601021.SH)

## 维持评级

### 报告原因：年报及一季报点评

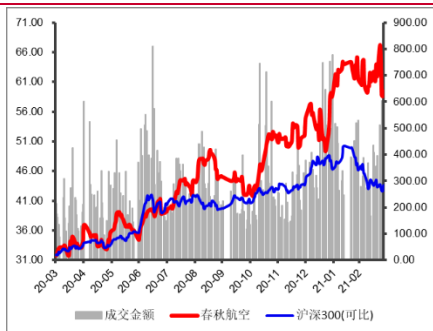
### 运量恢复持续领跑，长期增长空间广阔

### 买入

### 2021年4月30日

### 公司研究/点评报告

#### 公司近一年市场表现



#### 市场数据：2021年4月29日

收盘价(元):	63.28
年内最高/最低(元):	67.98/48.41
流通A股/总股本(亿):	9.16/9.16
流通A股市值(亿):	579.94
总市值(亿):	579.94

#### 基础数据：2021年3月31日

基本每股收益:	-0.31
每股净资产(元):	14.66
净资产收益率:	-2.06%

#### 分析师：张湃

执业登记编码：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

#### 研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层  
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层  
山西证券股份有限公司  
http://www.i618.com.cn

**事件描述：**公司发布2020年年度报告及2021年一季度报告。2020年，公司实现营业收入93.73亿元，同比下降36.68%；归属于上市公司股东的净亏损5.88亿元，上年同期净利润18.41亿元。2021Q1，公司实现营业收入22.23亿元，同比降低6.75%；实现归属于上市公司股东净亏损2.85亿元，上年同期净亏损2.27亿元。

#### 事件点评

➤ **疫情期间展现韧性，运量恢复领跑行业。**2020年，由于国际航线受阻，春秋航空将闲置运力转回国内，全年开通82条国内航线，国际和港澳台航线分别减少62条、11条。5月开始，春秋航空国内ASK同比增速转正，8月开始保持50%以上高增速；国内航线RPK同比增速自6月起转正，8月以后增速保持在30%以上。国内航线全年RPK逆势增长8.97%，大幅领先行业内其他公司。2021年受局部疫情和就地过年政策影响，三大航Q1国内航线RPK仅为2019年同期的30%左右，春秋航空较2019年同比增长25.31%，展现出很强的经营韧性。

➤ **春航日本计提减值，剔除一次性影响后2020年实现盈利。**公司2020年对联营企业春秋航空日本株式会社长期股权投资确认投资亏损并计提减值，扣除该事项影响后，公司2020年实现净利润1.40亿元，自身航空业务在2020年全年实现盈利。

➤ **持续挖掘下沉市场需求，未来增长空间广阔。**公司目前已形成上海、沈阳、石家庄、扬州、宁波、揭阳、兰州、深圳8大基地，多为非一线城市。在此基础上，公司进一步设立以南昌为核心的华中地区枢纽，并筹划在西安、成都设立分公司。公司不断进入新基地，加速渗透低线城市，2020年疫情期间，公司新开82条国内航线，其中不仅涉及旅游城市，还有很多三、四线城市的航线，这部分三、四线城市航线需求表现超出了公司预期。因此，公司定位低线城市目标客户群体，未来仍有很大增长潜力。

**投资建议：**公司运量恢复领跑行业，经营韧性较强，未来通过低成本的经营模式不断开拓下沉市场航空出行大众化需求，有望实现快速扩张。预计公司2021年、2022年EPS为1.59、1.99，对应4月29日收盘价63.28元，PE分别为39.69、31.75，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行；疫情反复；油价大幅上涨；人民币贬值。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	10,325.1	10,155.3	10,152.7	9,946.2	<b>营业收入</b>	9372.9	14331.2	18670.7	22180.8
现金	9,191.6	7,840.3	8,438.1	8,311.4	营业成本	9975.7	12754.8	16430.2	19519.1
应收账款	489.1	1,768.6	1,346.4	1,831.8	营业税金及附加	14.1	18.5	24.1	28.7
其他应收款	458.7	1,773.1	1,288.5	1,786.9	销售费用	205.8	252.2	328.6	390.4
预付账款	333.0	246.3	66.5	-566.6	管理费用	159.4	200.6	261.4	310.5
存货	217.8	247.4	296.2	385.6	研发费用	107.4	121.8	158.7	188.5
其他流动资产	-365.1	-1,720.5	-1,283.0	-1,802.8	财务费用	79.7	496.9	500.3	494.5
<b>非流动资产</b>	22,105.0	22,377.7	23,632.0	24,052.4	加:其他费用	1268.9	1353.6	1353.6	1353.6
长期投资	4.9	192.2	192.2	247.0	资产减值损失	-348.0	-3.8	-3.8	-3.8
固定资产	12,956.9	15,513.9	16,622.1	16,974.1	公允价值变动收益	-0.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	774.7	723.0	674.8	629.8	投资净收益	-379.2	-8.0	0.0	0.0
其他非流动资产	8,368.6	5,948.5	6,142.9	6,201.4	<b>营业利润</b>	-625.8	1835.8	2324.8	2606.5
<b>资产总计</b>	32,430.1	32,533.0	33,784.7	33,998.7	营业外收入	24.4	79.6	69.3	69.3
<b>流动负债</b>	10,889.6	9,297.9	8,603.3	6,755.3	营业外支出	3.1	3.0	3.0	3.0
短期借款	5,334.0	5,291.6	5,245.1	5,198.7	<b>利润总额</b>	-604.6	1912.4	2391.1	2672.9
应付账款	681.5	742.9	998.6	1,218.8	所得税	-13.4	451.3	564.3	630.8
其他流动负债	4,874.1	3,263.4	2,359.7	337.8	<b>净利润</b>	-591.2	1461.1	1826.8	2042.1
<b>非流动负债</b>	7,359.6	7,696.1	7,919.6	8,026.7	少数股东损益	-2.8	0.0	0.0	0.0
长期借款	5,983.0	5,983.0	5,983.0	5,983.0	<b>归属母公司净利润</b>	-588.4	1461.1	1826.8	2042.1
其他非流动负债	1,376.5	1,713.0	1,936.5	2,043.7	EBITDA	-89.4	2201.5	2873.2	3280.3
<b>负债合计</b>	18,249.2	16,993.9	16,522.9	14,782.0	EPS (元)	-0.6	1.6	2.0	2.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>主要财务比率</b>				
股本	916.5	916.5	916.5	916.5	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	4,884.2	4,884.2	4,884.2	4,884.2	<b>成长能力</b>				
留存收益	8,381.3	9,738.3	11,461.1	13,415.9	营业收入	-36.68%	52.90%	30.28%	18.80%
归属母公司股东权益	14,180.9	15,539.0	17,261.8	19,216.6	营业利润	-127.08%	-393.34%	26.63%	12.12%
<b>负债和股东权益</b>	32,430.1	32,533.0	33,784.7	33,998.7	归属于母公司净利润	-131.96%	-348.31%	25.03%	11.78%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率(%)	-6.43%	11.00%	12.00%	12.00%
					净利率(%)	-6.28%	10.20%	9.78%	9.21%
<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	ROE(%)	-4.17%	9.40%	10.58%	10.63%
<b>经营活动现金流</b>	825.8	1,136.1	2,038.0	1,430.6	ROIC(%)	-3.44%	10.74%	11.76%	12.99%
净利润	-591.2	1,461.1	1,826.8	2,042.1	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	983.5	1,100.6	1,243.0	1,344.4	资产负债率(%)	56.27%	52.24%	48.91%	43.48%
财务费用	73.4	496.9	500.3	494.5	净负债比率(%)	-33.37%	-23.54%	-27.39%	-27.35%
投资损失	379.2	8.0	0.0	0.0	流动比率	0.95	1.09	1.18	1.47
营运资金变动	1,187.8	-1,926.7	-1,528.3	-2,446.6	速动比率	0.93	1.07	1.15	1.42
其他经营现金流	-1,207.0	-3.8	-3.8	-3.8	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-4,887.4	156.4	11.4	-62.4	总资产周转率	0.30	0.44	0.56	0.65
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	101.69	160.66	144.80	143.66
长期投资	-328.8	164.4	0.0	-54.8	应付账款周转率	13.27	20.12	21.44	20.01
其他投资现金流	-4,558.6	-8.0	11.4	-7.6	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	5,600.4	-1,383.4	-420.8	-534.8	每股收益(最新摊薄)	-0.64	1.59	1.99	2.23
短期借款	1,877.2	-42.5	-46.4	-46.4	每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.24	2.22	1.56
长期借款	1,725.1	0.0	0.0	0.0	每股净资产(最新摊薄)	15.47	16.96	18.84	20.97
普通股增加	-0.3	0.0	0.0	0.0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-8.7	0.0	0.0	0.0	P/E	(98.6)	39.7	31.7	28.4
其他筹资现金流	2,007.1	-1,341.0	-374.4	-488.3	P/B	4.1	3.7	3.4	3.0
<b>现金净增加额</b>	1,538.8	-90.9	1,628.6	833.4	EV/EBITDA	(601.37)	27.82	20.66	17.94

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

