

证券研究报告—动态报告

交通运输

航空机场

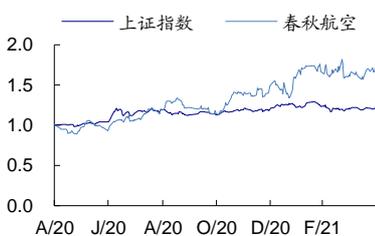
春秋航空(601021)
买入

2020 年年报及 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 05 月 03 日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	916/916
总市值/流通(百万元)	57,994/57,994
上证综指/深圳成指	3,475/14,464
12 个月最高/最低(元)	67.98/32.81

相关研究报告:

《春秋航空-601021-深度报告: 挖掘航空市场中的确定性, 坚定推荐低成本航空龙头》——2021-02-04

证券分析师: 姜明

电话:
E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

证券分析师: 曾凡喆

电话:
E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
顶住疫情压力, 低成本韧性凸显
● 春秋航空披露 2020 年年报及 2021 年一季报

春秋披露 20 年年报及 21 年一季报, 20 年营收 93.7 亿 (-36.7%), 归母净利润-5.88 亿, 一季度营收 22.2 亿 (-6.8%), 归母净利润-2.85 亿。

● 疫情之下营收受损, 顶住压力率先复苏

20 年新冠疫情压力下, 民航运营受到严重冲击, 但得益于公司强大的成本管控能力和盈利能力优势, 同等情况大航尚处于亏损状态, 公司运投带来的营收已率先越过现金流平衡点乃至盈利平衡点, 恢复迅速。国门关闭、国内市场复苏并存, 2020 年 3-4 季度公司国内线 ASK 同比增速已达到 50% 左右, 即便客座率及运价走低, 公司全年仍实现经营盈利。21 年一季度受就地过年政策等影响, 营收稍逊于 20 年四季度, 但 21 年 3 月国内线迅速复苏, 运投已经显著超越去年下半年水平。

● 成本管控卓越, 费用情况良好, 业绩符合预期

公司延续着卓越的成本管控力, 但由于航空公司部分成本存在刚性, 利润率相比疫情前仍显著走低, 而由于国内航线的减量压低部分成本, 20 年公司单位非油成本仍同比下降。费用方面, 公司费用管控良好, 销售、管理费用绝对金额相比疫情前有所下降, 财务费用因亏损有限及引进运力速度稍有放缓, 费用支出下降, 但 21 年一季度因经租进表, 汇兑损失等因素而有所提升。公司计提春航日本减值损失及投资损失超 7 亿元, 扣除后 20 年全年经营净利润 1.40 亿, 21 年一季度就地过年政策影响下公司亏损幅度有限, 低成本航空的韧性凸显。

● 投资建议: 二季度盈利强势修复, 看好成长性, 维持“买入”评级

二季度国内市场持续迅猛复苏, 公司盈利将强势修复。疫情之下低成本航空即便经历了国际运力的大腾挪, 业绩韧性仍十分显著, 我们持续看好其成长性。考虑到油价上浮, 相比于 2 月初报告, 下调 2021-2022 年盈利预测 20%、14% 至 14.2 亿、26.6 亿, 引入 2023 年盈利预测, 预计盈利 35.4 亿, 维持“买入”评级及目标价 67.4 元。目标价对应 2021-2023 年的 PE 估值为 43X、23X、17X。

● 风险提示: 宏观经济下滑, 疫情反复, 油价汇率剧烈波动, 安全事故
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,804	9,373	14,368	21,481	26,891
(+/-%)	12.9%	-36.7%	53.3%	49.5%	25.2%
净利润(百万元)	1841	-588	1422.21	2657.76	3539.16
(+/-%)	22.5%	-132.0%	-341.7%	86.9%	33.2%
摊薄每股收益(元)	2.01	-0.64	1.55	2.90	3.86
EBIT Margin	8.3%	-10.5%	4.5%	10.7%	12.6%
净资产收益率(ROE)	12.2%	-4.1%	9.2%	15.3%	17.9%
市盈率(PE)	29.4	-91.9	38.0	20.3	15.3
EV/EBITDA	32.5	-1258.0	43.7	21.2	15.8
市净率(PB)	3.60	3.81	3.50	3.12	2.73

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

春秋航空披露 2020 年年报及 2021 年一季度报

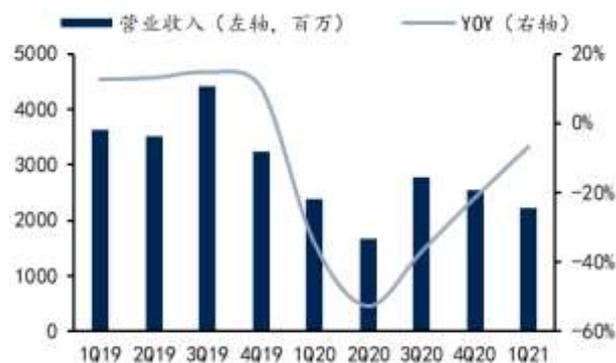
春秋航空披露 2020 年年报及 2021 年一季度报, 2020 年营收 93.7 亿(-36.7%), 归母净利润-5.88 亿, 2021 年一季度营收 22.2 亿(-6.8%), 归母净利润-2.85 亿。

图 1: 春秋航空营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 春秋航空单季营业收入及增速



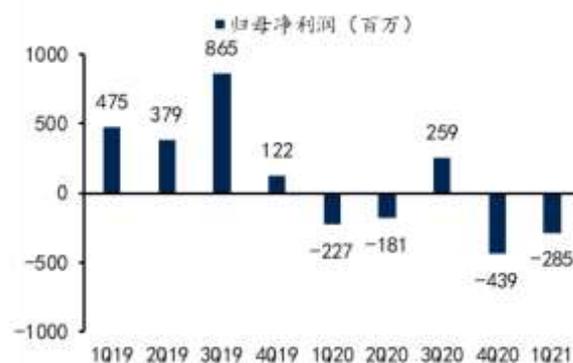
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 春秋航空归母净利润



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 春秋航空单季度归母净利润

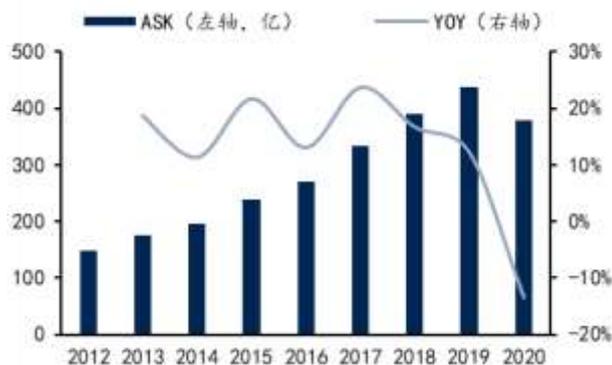


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情之下营收受损，顶住压力率先复苏

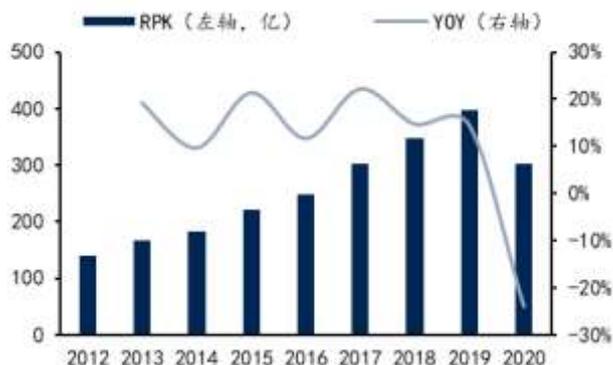
20 年新冠疫情压力下, 民航运营受到严重冲击, 但得益于公司强大的成本管控能力和盈利能力优势, 同等情况大航尚处于亏损状态, 公司运投带来的营收已率先越过现金流平衡点乃至盈利平衡点, 恢复迅速。国门关闭、国内市场复苏并存, 2020 年 3-4 季度公司国内线 ASK 同比增速已达到 50% 左右, 即便客座率及运价走低, 公司全年仍实现经营盈利。21 年一季度受就地过年政策等影响, 营收稍逊于 20 年四季度, 但 21 年 3 月国内线迅速复苏, 运投已经显著超越去年下半年水平。

图 5: 春秋航空 ASK 及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 春秋航空 RPK 及同比增速



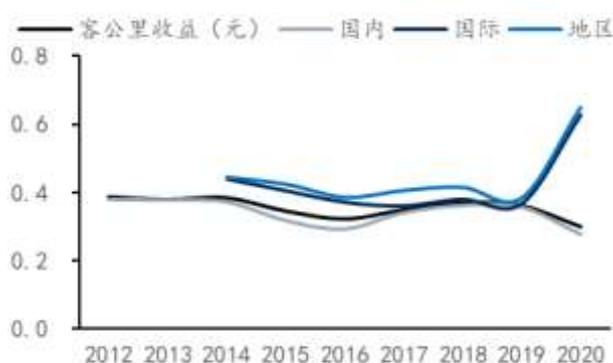
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 春秋航空客座率及同比变动



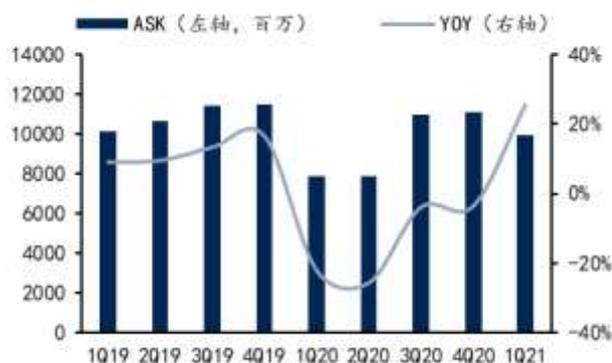
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 春秋航空客公里收益走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 春秋航空单季度 ASK 及同比增速



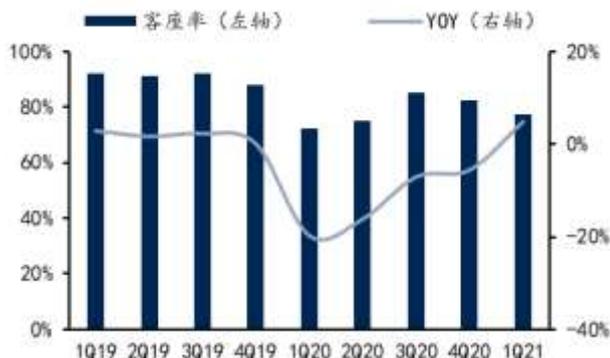
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 春秋航空单季度 RPK 及同比增速



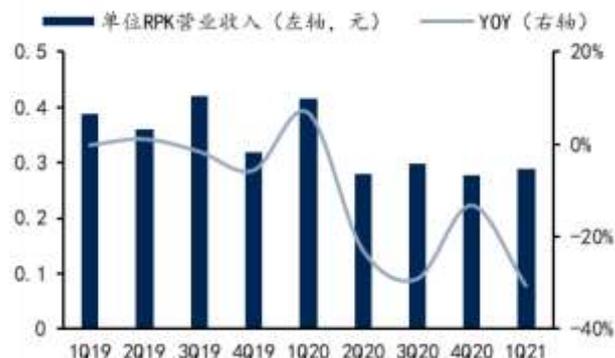
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 春秋航空单季度客座率及同比变动



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 春秋航空单季度单位 RPK 营业收入

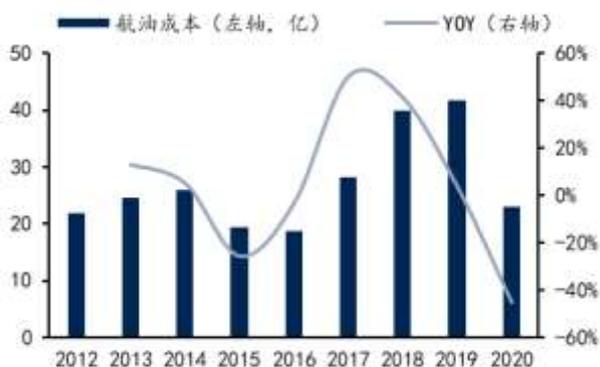


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

成本管控卓越，费用情况良好，业绩符合预期

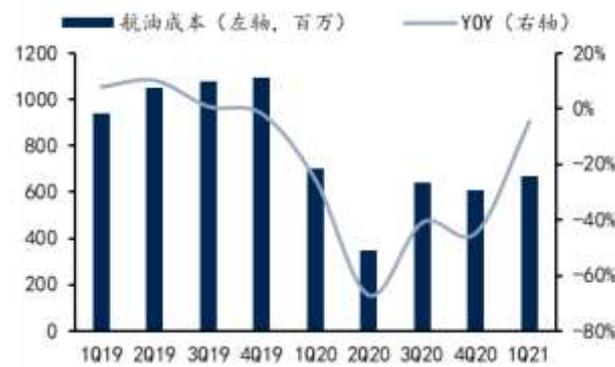
公司延续着卓越的成本管控力，但由于航空公司部分成本存在刚性，利润率相比疫情前仍显著走低，而由于国内航线的减量压低部分成本，20 年公司单位非油成本仍同比下降。费用方面，公司费用管控良好，销售、管理费用绝对金额相比疫情前有所下降，财务费用因亏损有限及引进运力速度稍有放缓，费用支出下降，但 21 年一季度因经租进表，汇兑损失等因素而有所提升。公司计提春秋日本减值损失及投资损失超 7 亿元，扣除后 20 年全年经营净利润 1.40 亿，21 年一季度就地过年政策影响下公司亏损幅度有限，低成本航空的韧性凸显。

图 13: 春秋航空航油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 春秋航空单季度航油成本



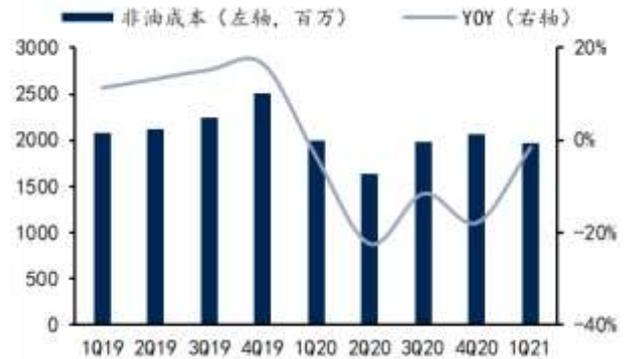
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 春秋航空非油成本



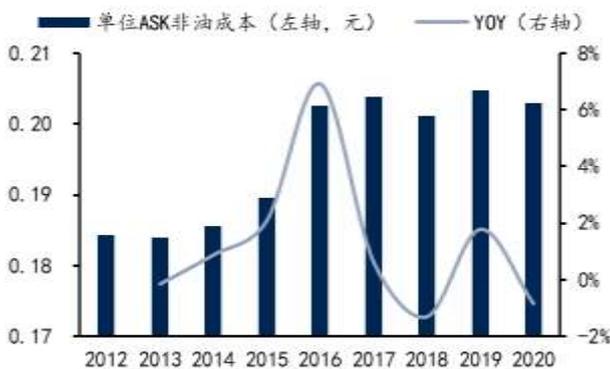
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 春秋航空单季度非油成本



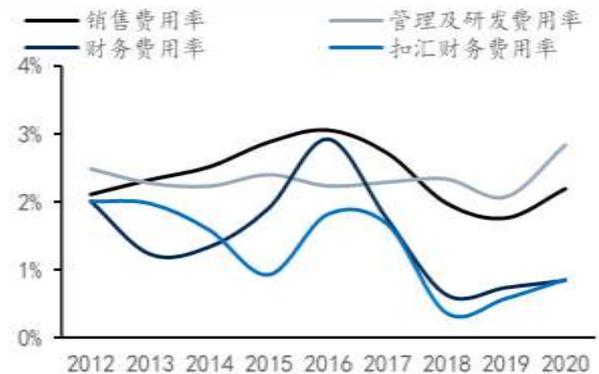
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 春秋航空单位 ASK 非油成本



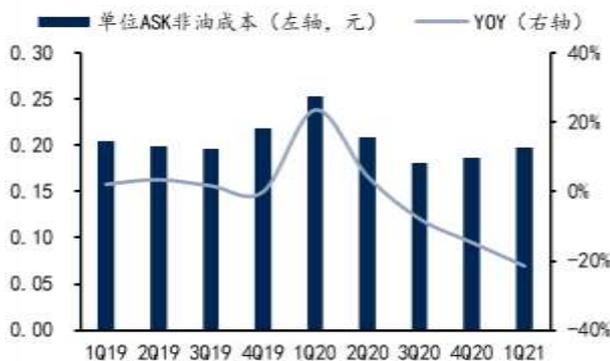
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 春秋航空费用率



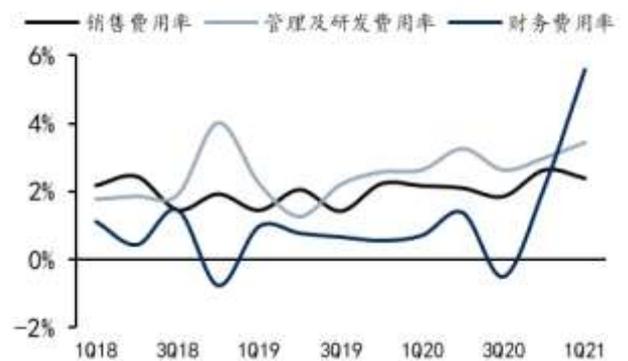
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 春秋航空单季度单位 ASK 非油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 春秋航空单季度费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：二季度盈利强势修复，看好成长性，维持“买入”评级

二季度国内市场持续迅猛复苏，公司盈利将强势修复。疫情之下低成本航空即便经历了国际运力的大腾挪，业绩韧性仍十分显著，我们持续看好其成长性。考虑到油价上浮，相比于2月初报告，下调2021-2022年盈利预测20%、14%至14.2亿、26.6亿，引入2023年盈利预测，预计盈利35.4亿，维持“买入”评级及目标价67.4元。目标价对应2021-2023年的PE估值为43X、23X、17X。

风险提示

宏观经济下滑，疫情反复，油价汇率剧烈波动，安全事故

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	9192	7200	7800	8400	营业收入	9373	14368	21481	26891
应收款项	489	787	883	1105	营业成本	9976	13077	18305	22388
存货净额	218	265	234	287	营业税金及附加	14	17	26	32
其他流动资产	392	718	1074	1076	销售费用	206	258	358	443
流动资产合计	10325	9026	10079	11008	管理费用	159	372	499	627
固定资产	19169	22336	25576	29349	财务费用	80	207	307	344
无形资产及其他	775	744	713	682	投资收益	(379)	12	10	11
投资性房地产	2157	2157	2157	2157	资产减值及公允价值变动	347	0	0	0
长期股权投资	5	(0)	2	4	其他收入	468	0	0	0
资产总计	32430	34262	38526	43199	营业利润	(626)	448	1995	3068
短期借款及交易性金融负债	8083	7515	8787	10457	营业外净收支	21	1460	1570	1680
应付款项	681	994	984	1205	利润总额	(605)	1908	3565	4748
其他流动负债	2125	2794	3766	3956	所得税费用	(13)	477	891	1187
流动负债合计	10890	11303	13538	15618	少数股东损益	(3)	9	16	22
长期借款及应付债券	5983	5983	5983	5983	归属于母公司净利润	(588)	1422	2658	3539
其他长期负债	1377	1507	1665	1765					
长期负债合计	7360	7490	7648	7748					
负债合计	18249	18793	21186	23366					
少数股东权益	0	8	19	35					
股东权益	14181	15461	17321	19799					
负债和股东权益总计	32430	34262	38526	43199					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(588)	1422	2658	3539
资产减值准备	312	58	63	70
折旧摊销	925	1025	1254	1513
公允价值变动损失	(347)	0	0	0
财务费用	80	207	307	344
营运资本变动	1251	499	763	304
其它	(318)	(50)	(52)	(55)
经营活动现金流	1234	2954	4686	5371
资本开支	(3661)	(4220)	(4526)	(5325)
其它投资现金流	(34)	(21)	(33)	(53)
投资活动现金流	(3676)	(4235)	(4561)	(5380)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	1725	0	0	0
支付股利、利息	(632)	(142)	(797)	(1062)
其它融资现金流	1729	(568)	1272	1670
融资活动现金流	3915	(711)	475	608
现金净变动	1473	(1992)	600	600
货币资金的期初余额	7719	9192	7200	7800
货币资金的期末余额	9192	7200	7800	8400
企业自由现金流	(2446)	(2213)	(790)	(958)
权益自由现金流	1009	(2938)	252	455

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	-0.64	1.55	2.90	3.86
每股红利	0.69	0.16	0.87	1.16
每股净资产	15.47	16.87	18.90	21.60
ROIC	-4%	2%	6%	8%
ROE	-4%	9%	15%	18%
毛利率	-6%	9%	15%	17%
EBIT Margin	-10%	4%	11%	13%
EBITDA Margin	-1%	12%	17%	18%
收入增长	-37%	53%	50%	25%
净利润增长率	-132%	-342%	87%	33%
资产负债率	56%	55%	55%	54%
息率	1.2%	0.3%	1.5%	2.0%
P/E	-91.9	38.0	20.3	15.3
P/B	3.8	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	-1258.0	43.7	21.2	15.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032