

一季度延续亏损，步入改善周期

——春秋航空一季度业绩点评

核心观点

- 疫情影响下 2020 年亏损，Q1 净利润亏损延续。2020 年公司实现营业收入 93.73 亿元，同比下降 36.68%。实现归母净利润为亏损 5.88 亿元，扣非之后 2020 年公司亏损 8 亿元。一季度业绩表现，公司实现营业收入 22.23 亿元，同比下降 6.75%；实现归母净利润亏损 2.85 亿元，扣非之后净利润亏损 3.14 亿元，受今年春运政策影响，公司利润亏损相较于 2020 年一季度略有放大。
- 后疫情时代，公司复苏进程延续。2020 年公司 ASK 同比下滑 13.4%，其中国内增长 25.2%，国际下降 82.3%；RPK 下滑 24.09%，其中国内增长 9.0%，国际下降 85.6%；客座率 79.7%，同比下降 11.1 个百分点，其中国内 80.4%，国际 71.6%；全年公司客公里收益 0.30 元，同比下降 17.3%，座公里收益 0.24 元，同比下降 27.5%。今年一季度，国内航空延续复苏，Q1 公司 ASK 同比增长 25.4%，RPK 增长 34.1%，客座率达到 77.5%，同比提升 5 个百分点。
- 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 运力连续保持增长，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

- 考虑到今年航空业复苏趋势延续。调整公司 21-22 年 EPS 至 1.58/3.1 元，（原预测 21-22 年 1.5/3.04 元），引入 2023 年 EPS 为 3.86 元。参考可比公司 2022 年估值水平 17.7 倍同时考虑到春秋经营稳健性，给予 30% 估值溢价对应 2022 年 23 倍 PE 估值，对应目标价为 71.3 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

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,804	9,373	13,815	17,473	20,317
同比增长(%)	12.9%	-36.7%	47.4%	26.5%	16.3%
营业利润(百万元)	2,311	(626)	1,884	3,703	4,609
同比增长(%)	20.5%	-127.1%	401.0%	96.6%	24.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,841	(588)	1,449	2,842	3,535
同比增长(%)	22.5%	-132.0%	346.3%	96.1%	24.4%
每股收益(元)	2.01	(0.64)	1.58	3.10	3.86
毛利率(%)	11.4%	-6.4%	8.8%	18.1%	19.9%
净利率(%)	12.4%	-6.3%	10.5%	16.3%	17.4%
净资产收益率(%)	13.0%	-4.0%	9.8%	16.9%	17.7%
市盈率	30.7	(96.0)	39.0	19.9	16.0
市净率	3.8	4.0	3.7	3.1	2.6

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05月14日)	61.61 元
目标价格	71.3 元
52周最高价/最低价	67.98/32.64 元
总股本/流通A股(万股)	91,646/91,646
A股市值(百万元)	56,463
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年05月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.78	3.31	-3.73	84.85
相对表现	-0.74	6.56	5.11	67.07
沪深300	-2.04	-3.25	-8.84	17.78



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖祎

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

- 机遇期下对标西南航空潜力广阔：——春秋 2021-03-07
航空系列报告机遇篇
- 剔除长投损失与减值影响，春秋步入盈利修 2021-01-31
复期：——春秋航空年报预告点评
- 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

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

考虑到今年航空业复苏趋势延续，调整公司 21-22 年 EPS 至 1.58/3.1 元，（原预测 21-22 年 1.5/3.04 元），引入 2023 年 EPS 为 3.86 元。

表 1：春秋航空业务拆分

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
航空客运					
销售收入（百万元）	14,359.0	9,019.0	13,417.4	17,050.5	19,874.9
增长率		-37.2%	48.8%	27.1%	16.6%
毛利率	10.3%	-8.4%	7.8%	17.4%	19.4%
航空货运					
销售收入（百万元）	123.0	148.0	181.2	195.8	207.7
增长率		20.3%	22.4%	8.1%	6.1%
毛利率	9.8%	29.9%	34.5%	36.1%	31.4%
其他业务					
销售收入（百万元）	321.0	206.0	216.3	227.1	233.9
增长率		-35.8%	5.0%	5.0%	3.0%
毛利率	62.3%	53.4%	53.4%	53.4%	51.1%
合计	14,803.0	9,373.0	13,814.9	17,473.4	20,316.5
增长率		-36.7%	47.4%	26.5%	16.3%
综合毛利率	11.4%	-6.5%	8.8%	18.1%	19.9%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

参考可比公司 2022 年估值水平 17.7 倍考虑到春秋经营稳健性，给予 30% 估值溢价对应 2022 年 23 倍 PE 估值，对应目标价为 71.3 元，维持增持评级。

表 2：航空业可比公司估值表（截止 2021/5/14）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
中国国航	601111.SH	8.56	0.44	-0.14	0.48	0.50	19.45	-61.14	17.83	17.12
东方航空	600115.SH	5.26	0.20	-0.64	0.30	0.30	26.30	-8.22	17.53	17.53
南方航空	600029.SH	6.36	0.22	-0.63	0.36	0.40	28.91	-10.10	17.67	15.90
华夏航空	002928.SZ	14.63	0.84	0.45	0.98	1.00	17.42	32.51	14.93	14.63
吉祥航空	603885.SH	13.88	0.51	-0.34	0.76	0.70	27.22	-40.82	18.26	19.83
调整后平均估值水平：							24.32	-19.71	17.68	16.85

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

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,719	9,192	8,574	7,380	8,222	营业收入	14,804	9,373	13,815	17,473	20,317
应收票据、账款及款项融资	121	63	111	140	163	营业成本	13,115	9,976	12,593	14,315	16,272
预付账款	1,127	333	967	1,223	1,422	营业税金及附加	17	14	21	26	31
存货	169	218	126	143	163	营业费用	261	206	235	348	360
其他	585	520	471	581	666	管理费用及研发费用	307	267	318	454	477
流动资产合计	9,720	10,325	10,249	9,467	10,635	财务费用	110	80	171	196	202
长期股权投资	24	5	5	5	5	资产、信用减值损失	36	349	(0)	9	7
固定资产	11,546	12,957	14,993	19,149	21,592	公允价值变动收益	(16)	(1)	0	0	0
在建工程	5,540	6,212	6,221	6,230	6,239	投资净收益	12	(379)	(50)	10	10
无形资产	66	775	759	744	728	其他	1,357	1,272	1,456	1,568	1,630
其他	2,471	2,157	1,444	1,330	1,330	营业利润	2,311	(626)	1,884	3,703	4,609
非流动资产合计	19,647	22,105	23,422	27,458	29,894	营业外收入	97	24	11	12	12
资产总计	29,367	32,430	33,671	36,925	40,529	营业外支出	3	3	0	0	0
短期借款	3,457	5,334	5,223	5,223	5,223	利润总额	2,404	(605)	1,895	3,715	4,621
应付票据及应付账款	731	681	630	716	814	所得税	566	(13)	445	873	1,086
其他	4,461	4,874	5,164	5,493	5,749	净利润	1,838	(591)	1,449	2,842	3,535
流动负债合计	8,650	10,890	11,017	11,432	11,786	少数股东损益	(3)	(3)	0	0	0
长期借款	4,258	5,983	5,983	5,983	5,983	归属于母公司净利润	1,841	(588)	1,449	2,842	3,535
应付债券	192	0	0	0	0	每股收益(元)	2.01	-0.64	1.58	3.10	3.86
其他	1,226	1,377	1,243	1,210	1,210						
非流动负债合计	5,676	7,360	7,226	7,193	7,193	主要财务比率					
负债合计	14,325	18,249	18,243	18,625	18,979		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	3	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	917	916	916	916	916	营业收入	12.9%	-36.7%	47.4%	26.5%	16.3%
资本公积	4,886	4,884	4,884	4,884	4,884	营业利润	20.5%	-127.1%	401.0%	96.6%	24.5%
留存收益	9,111	8,381	9,647	12,489	15,740	归属于母公司净利润	22.5%	-132.0%	346.3%	96.1%	24.4%
其他	125	(1)	(20)	10	10	获利能力					
股东权益合计	15,041	14,181	15,428	18,300	21,550	毛利率	11.4%	-6.4%	8.8%	18.1%	19.9%
负债和股东权益总计	29,367	32,430	33,671	36,925	40,529	净利率	12.4%	-6.3%	10.5%	16.3%	17.4%
						ROE	13.0%	-4.0%	9.8%	16.9%	17.7%
						ROIC	7.8%	-2.0%	5.5%	9.7%	10.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	48.8%	56.3%	54.2%	50.4%	46.8%
净利润	1,838	(591)	1,449	2,842	3,535	净负债率	14.3%	34.4%	34.9%	35.9%	26.6%
折旧摊销	783	888	979	1,259	1,573	流动比率	1.12	0.95	0.93	0.83	0.90
财务费用	110	80	171	196	202	速动比率	1.10	0.93	0.92	0.82	0.89
投资损失	(12)	379	50	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	2,529	491	(337)	(6)	20	应收账款周转率	121.4	101.7	157.8	138.1	133.0
其它	(1,812)	(421)	706	135	7	存货周转率	89.7	51.6	73.3	106.4	106.4
经营活动现金流	3,436	826	3,019	4,417	5,326	总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5
资本支出	(2,814)	(3,613)	(3,009)	(5,409)	(4,009)	每股指标(元)					
长期投资	990	(329)	0	0	0	每股收益	2.01	-0.64	1.58	3.10	3.86
其他	(457)	(945)	(16)	10	10	每股经营现金流	3.75	0.90	3.29	4.82	5.81
投资活动现金流	(2,280)	(4,887)	(3,025)	(5,399)	(3,999)	每股净资产	16.41	15.47	16.83	19.97	23.51
债权融资	(114)	2,497	(146)	(15)	0	估值比率					
股权融资	(1)	(2)	0	0	0	市盈率	30.7	-96.0	39.0	19.9	16.0
其他	1,669	3,106	(466)	(196)	(486)	市净率	3.8	4.0	3.7	3.1	2.6
筹资活动现金流	1,554	5,600	(611)	(211)	(486)	EV/EBITDA	20.0	187.2	21.1	12.4	10.0
汇率变动影响	15	(79)	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.4	-117.1	31.1	16.4	13.3
现金净增加额	2,725	1,460	(618)	(1,194)	841						

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