

春秋航空(601021)

35 亿定增保障运力供给，股权激励计划显信心
——春秋航空点评报告

✍️：李丹 执业证书编号：S1230520040003
☎️：021-80108129
✉️：lidan02@stocke.com.cn

报告导读

2021年6月4日，春秋航空发布两则公告：**1) 拟非公开发行 A 股股票**，计划募集不超过 35 亿元，发行价格不超过定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 80%；**2) 公布 2021 年员工持股计划（草案）**，资金总额不超过 3194.5 万元，涉及 12 名董监高和 158 名其他员工。

投资要点

□ **八折定增 35 亿元：主要用于引进 9 架飞机和补充流动资金，保障运力供给稳定增长**

2021年6月4日，春秋航空发布非公开发行 A 股股票公告，计划向不超过 35 名特定投资者筹资不超过 35 亿元，此次发行总数量不超过发行前公司总股本的 30%，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%。本次定增的目的为：**1) 扩大机队规模，增加运力供给**：公司计划使用此次募集资金 24.4 亿元用于购置 6 架 A320neo 飞机和 3 架 A321neo 飞机（目录价格约 66.86 亿元），这有助于提升公司运力供给，巩固公司核心竞争力以及作为我国低成本航空公司领导者的地位，实现业务稳健发展。截至 2021 年 4 月，公司运营 104 架 A320 系列飞机，当年已引进 2 架飞机；并计划于 21-23 年分别引进 11、14、16 架飞机，净增 10、5、12 架飞机。**2) 降低飞行员小时训练费用**：公司计划将募集资金 0.6 亿元用于购置 1 台 A320 飞行模拟机（需求资金 0.7 亿元），以满足公司业务规模扩大带来的飞行员队伍培训需求扩张。**3) 补充流动资金**：2020 年末，公司现金余额约为 90 亿元，同比增加 14.6 亿元，主要因为疫情下公司增加了部分低利率短期借款（当年同比增加约 18.8 亿元），我们预计其中部分借款将于年内到期，且续贷成本将明显增加。随着公司业务规模的扩张，对流动资金的需求也逐渐增加，公司计划将此次筹资剩余的 10 亿元用于补充流动资金，从而增强公司资产结构的稳定性和抗风险能力。

定增有望覆盖未来一年半左右时间可能出现的资金短缺需求，保障公司运力供给水平稳定增长，公司有望维持高速度扩张态势。公司此次增发方案尚有待监管机构批准，按照以往经验，我们预计需要半年左右，批文有效期为一年，因此，我们实际上可以将当前启动的定增看做一项批文储备，当面临较大资金需求或者资金短缺时，基于已审核通过的方案，公司可以在较短时间内完成增发，保障资金供给，使得自由现金流迅速恢复，维持高速扩张。

即期回报在短期内或面临摊薄风险，但运力扩张将增强公司的核心竞争力和中长期盈利能力，摊薄影响有望得到缓解。假设发行价格按照 2021 年 6 月 4 日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%（即 51.04 元/股）计算，发行数量暂估为约 6857 万股，发行完成后总股本将增加约 7.5%。虽然短期回报被摊薄，但是公司承诺届时将加快实施募集资金投资项目，提高募集资金使用效率，同时增加运力供给将有助于提升公司核心竞争力，中长期盈利能力提升将有望缓解并消除摊薄影响。

发行后股权稍有稀释，但公司控制权不变。截至 21Q1，公司控股股东春秋国旅持股 54.99%，春秋国旅及其一致行动人（春秋包机、春翔投资、春翼投资）合计持股 62.9%；本次增发完成后，春秋国旅持股不低于 51.17%，控股股东及

评级

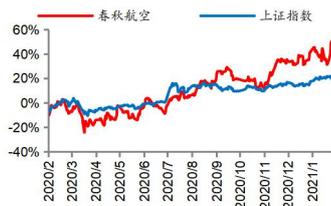
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥62.94

单季度业绩

元/股

1Q/2021	-0.31
4Q/2020	-0.48
3Q/2020	0.29
2Q/2020	-0.20



公司简介

公司作为中国首批民营航空公司之一，专注于低成本经营模式，是国内载运旅客人次、旅客周转量最大的民营航空公司之一，也是东北亚地区领先的低成本航空公司。

相关报告

- 1 《2020 年航空运输业务盈利，21Q1 利润同比下降 0.6 亿元》 2021.04.30
- 2 《新航季时刻详解：逆势扩张，熨平周期》 2021.03.23
- 3 《2020 年业绩预告点评：Q4 淡季不淡，主营业务利润表现略超市场预期》 2021.01.29
- 4 《20 三季报点评：经营恢复程度领先全行业，Q3 净利润回正》 2020.10.30
- 5 《春秋航空深度：盈利能力领先同行，疫情凸显经营管理水平》 2020.07.13

报告撰写人：李丹
联系人：李丹

其一一致行动人合计持股不低于 58.52%，控制权仍未改变。

□ 2021 版员工持股计划如期推出，彰显公司发展信心

2021 年版（第四期）员工持股计划如期而至。2021 年 6 月 4 日，公司公布 2021 版员工持股计划（草案），筹集资金总额不超过 3194.5 万元，较 2020 年计划筹资上限增加 1.9%，参与对象总人数不超过 170 人（2020 版计划上限为 176 人），股票将以二级市场购买等法律法规允许的方式取得。其中，公司董监高 12 人在本持股计划中的认购金额上限为 789.5 万元（占比 24.7%），其他 118 名员工约占 65.3%，并为未来引进人才以及其他需要激励的员工预留了 10% 的份额。若以 2021 年 6 月 4 日标的股票收盘价 62.94 元/股测算，本次持股计划约涉及公司股本总额的 0.055%。

1-4 期员工持股计划规模稳中有升，该项长期股权激励计划有效绑定核心员工利益，有助于改善公司治理水平。2018-2021 年，公司先后发布四期员工持股计划，筹资规模从 2770 万元增长至 3194.5 万元，覆盖员工数量从 156 人增至 170 人。长期股权激励计划有助于充分调动员工对公司的责任意识，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，保证公司核心团队的稳定性和积极性。

□ 国内出行需求恢复，广深局部疫情无碍公司 Q2 迎盈利拐点

需求恢复明显，票价企稳回升。21Q1，受疫情反复及就地过年影响，公司 ASK、RPK 较 19 年分别下降 2.4%、17.9%，客座率 77.5%，亏损 2.9 亿元。随着国内疫情形势放宽，公司 3 月 RPK 增速已回正至 5.3%；4 月，公司 RPK 较 19 年增加 11.3%，客座率恢复至 88.2%。据航班管家，4 月经济舱日均票价较 19 年下降 5.4%。

成本端较 19 年仍处于低位。4 月航空煤油到岸完税价较 19 年同期下降 19%；人民币较年初升值逾 2%，为航司带来汇兑收益。此外，虽然公司当前客运量已超过 19 年同期，但由于其中约 99.6% 为国内线，同时起降费收费标准减少 10% 仍然适用，故起降费较 19 年同期亦有望大幅降低。

广深局部疫情无碍公司 Q2 盈利，Q3 有望实现更优业绩。21 夏秋航季，公司涉及广东省的计划航班量占比约 9.15%，但是回顾国内历次局部反复疫情，对出行的影响基本不超过 1 个月，因此，我们认为此次局部疫情对公司影响有限。在国内需求整体向好的趋势下，基于成本优势，我们预计公司 Q2 将整体扭亏为盈；在国内整体疫情形势控制良好的情况下，暑运加持将使得 Q3 业绩明显优于 Q2。

□ 盈利预测及估值

在疫情对行业需求冲击情况下，公司运力修复速度全行业领先。2020 年，公司机队规模和时刻实现逆势扩张。2021 年起，我国开始加快推进新冠疫苗接种，5 月底钟南山院士公开表示争取今年年底全国新冠疫苗覆盖率达到 80%。3 月起公司 RPK 已超过 19 年同期水平，我们预计 2022 年疫情对公司冲击有限。因此，我们预计，公司 2021-2023 年归母净利润分别为 10.3、20.1、30.4 亿元，在不考虑摊薄影响下，对应 EPS 分别为 1.12、2.29、3.31 元/股。我们给予公司 23 年 25 倍，对应市值约 760 亿元，折现到 21 年对应目标市值约为 640 亿元，对应 21 年目标股价 69.83 元/股，维持“买入”评级。

□ 风险提示

新冠疫情恢复不及预期，行业需求不及预期，油价、汇率大幅波动等。

财务摘要

（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	9373	14141	17789	22198
(+/-)	-36.68%	50.87%	25.79%	24.78%
净利润	-588	1028	2096	3036
(+/-)	-	-	103.91%	44.87%
每股收益（元）	-0.64	1.12	2.29	3.31
P/E	-98.03	56.13	27.53	19.00

表 1：2018-2021 年春秋航空员工持股计划具体内容

期数	第一期	第二期	第三期	第四期
发布时间	2018.09	2019.08	2020.12	2021.06
资金规模(万元)	2770	2984	3134	3194.5
成交均价(元/股)*	33.28	40.00	58.34	62.49
购买公司股票数量占当时股本总额的比例*	0.09%	0.08%	0.06%	0.055%
董监高参与人数(人)	12	12	12	12
公司及控股子公司核心员工参与人数(人)	144	154	164	158
锁定期(月)	12	12	12	12

资料来源：春秋航空公告，浙商证券研究所；

*注：第一期、第二期、第三期为实际股票购买情况，第四期成交均价、购买股票比例为以 2021.6.4 收盘价测算。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	10325	9949	10529	12283	营业收入	9373	14141	17789	22198
现金	9192	7268	8059	9207	营业成本	9976	12786	14945	17897
交易性金融资产	0	6	2	2	营业税金及附加	14	20	24	32
应收账款	63	114	135	164	营业费用	206	283	338	422
其它应收款	426	1584	1125	1633	管理费用	159	240	274	366
预付账款	333	661	852	848	研发费用	107	141	151	189
存货	218	192	248	319	财务费用	80	691	702	664
其他	94	125	109	109	资产减值损失	349	0	0	0
非流动资产	22105	23961	25439	26867	公允价值变动损益	(1)	(1)	(1)	(1)
金额资产类	0	329	110	146	投资净收益	(379)	12	12	12
长期投资	5	20	16	14	其他经营收益	1272	1312	1313	1299
固定资产	12957	14371	15879	17163	营业利润	(626)	1302	2678	3940
无形资产	775	1006	1316	1731	营业外收支	21	21	21	21
在建工程	6212	6162	5789	5494	利润总额	(605)	1324	2699	3961
其他	2157	2073	2329	2318	所得税	(13)	291	594	911
资产总计	32430	33911	35968	39149	净利润	(591)	1033	2105	3050
流动负债	10890	10673	11055	11121	少数股东损益	(3)	5	10	14
短期借款	5334	5473	5096	4456	归属母公司净利润	(588)	1028	2096	3036
应付款项	681	745	908	1118	EBITDA	867	2962	4492	5863
预收账款	0	856	901	823	EPS (最新摊薄)	(0.64)	1.12	2.29	3.31
其他	4874	3600	4149	4724	主要财务比率				
非流动负债	7360	8025	7595	7660		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	5983	5983	5983	5983	成长能力				
其他	1377	2041	1612	1677	营业收入	(36.68%)	50.87%	25.79%	24.78%
负债合计	18249	18697	18650	18781	营业利润	(126.26%)	308.12%	105.60%	47.12%
少数股东权益	0	5	15	29	归属母公司净利润	-	-	103.91%	44.87%
归属母公司股东权益	14181	15209	17304	20340	获利能力				
负债和股东权益	32430	33911	35968	39149	毛利率	(6.43%)	9.58%	15.98%	19.38%
					净利率	(6.31%)	7.30%	11.84%	13.74%
					ROE	(4.03%)	6.99%	12.88%	16.11%
					ROIC	(0.39%)	5.28%	8.35%	10.38%
					偿债能力				
					资产负债率	56.27%	55.14%	51.85%	47.97%
					净负债比率	77.08%	72.02%	71.42%	68.01%
					流动比率	0.95	0.93	0.95	1.10
					速动比率	0.93	0.91	0.93	1.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.30	0.43	0.51	0.59
					应收帐款周转率	102.11	159.86	142.22	147.10
					应付帐款周转率	14.12	17.93	18.08	17.67
					每股指标(元)				
					每股收益	(0.64)	1.12	2.29	3.31
					每股经营现金	0.90	1.50	4.84	5.44
					每股净资产	15.47	16.59	18.88	22.19
					估值比率				
					P/E	(98.03)	56.13	27.53	19.00
					P/B	4.07	3.79	3.33	2.84
					EV/EBITDA	65.69	21.95	14.27	10.65

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>