



增持(维持)

所属行业: 交通运输
当前价格(元): 53.18

证券分析师

田照丰

资格编号: S0120521030004

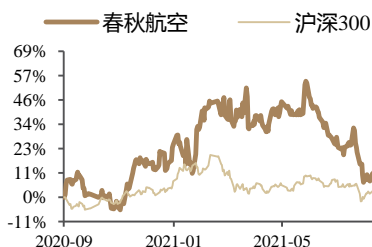
邮箱: tianzf@tebon.com.cn

研究助理

郭晓月

邮箱: guoxy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.03	-6.54	-18.49
相对涨幅(%)	12.14	1.47	-8.62

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《春秋航空(601021.SH): 低成本优势显著, 疫后恢复可期》, 2021.5.6

春秋航空(601021.SH): 成本管控良好, 多基地市场份额提升 春秋航空2021年中报点评

投资要点

- **公司发布2021年中期业绩, 上半年归母净利润较去年同期扭亏为盈。**2021H1, 公司实现营业收入54.54亿元, 同比增长34.82%; 实现归母净利润1040.73万元, 去年同期为亏损4.09亿元, 扭亏为盈。其中, 2021Q2实现营业收入32亿元, 同比增长94%, 实现归母净利润2.95亿元, 同比及环比均实现大幅扭亏。
- **主要经营指标基本恢复疫情前水平。**上半年, 春节“就地过年”政策影响持续至3月中旬, 1-2月公司ASK及RPK均有较大幅度下滑, 客座率水平处于低位; 3月中下旬起至5月, 国内出行需求反弹叠加小长假, 公司业务量快速修复; 6月, 受广深疫情影响, 公司ASK、RPK及客座率再次出现下滑。整体来看, 2021H1, 公司ASK为2157420.32万人公里, RPK为1796179.35万人公里, 同比分别增长36.50%和53.87%, 平均客座率为83.26%, 同比上升9.40个百分点, 分别恢复至19年同期的103.74%、94.18%和90.80%。
- **成本控制良好。**2021H1, 公司单位营业成本为0.26元/人公里, 同比下降11.16%, 较19年同期下降11.48%, 单位扣油营业成本0.19元/人公里, 同比下降17.65%, 较19年同期下降6.02%, 控制良好。
- **机队规模稳步扩张, 多个基地运送旅客人次市场份额提升。**截至2021H1, 公司A320系列机队规模共计108架, 较2020年末新增6架, 机队规模保持稳定增长, 公司航空运力进一步提升。此外, 运送旅客人次市场份额方面, 公司在上海两场较2020年提升0.7个百分点, 在石家庄机场和扬州机场位居第一, 在兰州机场、宁波机场、揭阳机场和沈阳机场也快速上升至第二。
- **短期海外出行受限, 国内市场需求旺盛, 低成本航空渗透率有望加速提升, 公司有望率先受益。**根据亚太航空中心数据, 截至2020年, 我国低成本航空国内航线市场份额仅为11.1%, 仍有约20%以上的空间, 短期内受疫情影响, 海外出行受限, 需求向国内转移(尤其是因私出行需求), 价格相对敏感的因私出行旅客需求内移, 有望加速低成本航空渗透率提升, 公司作为低成本航空龙头有望率先受益。
- **投资建议:**公司定位低成本航空, 成本管控能力优秀, 市场空间广阔, 结合公司中期业绩, 并考虑国内散发疫情影响, 我们调整公司2021至2023年归母净利润为7.39/17.31/23.63亿元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:**疫情恢复不及预期、疫苗接种及互认进程不及预期、宏观经济下行、汇率波动、油价上涨等。

股票数据

总股本(百万股):	916.46
流通A股(百万股):	916.46
52周内股价区间(元):	41.77-68.58
总市值(百万元):	48,737.49
总资产(百万元):	39,294.88
每股净资产(元):	14.88

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,804	9,373	12,044	15,988	19,730
(+/-)YOY(%)	12.9%	-36.7%	28.5%	32.7%	23.4%
净利润(百万元)	1,841	-588	739	1,731	2,363
(+/-)YOY(%)	22.5%	-132.0%	225.6%	134.2%	36.5%
全面摊薄EPS(元)	2.01	-0.64	0.81	1.89	2.58
毛利率(%)	11.4%	-6.4%	5.6%	11.2%	11.5%
净资产收益率(%)	12.2%	-4.1%	5.0%	10.6%	12.8%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	-0.64	0.81	1.89	2.58
每股净资产	15.47	16.21	17.90	20.21
每股经营现金流	0.90	5.79	9.96	12.77
每股股利	0.00	0.08	0.19	0.27
价值评估(倍)				
P/E	—	65.94	28.15	20.62
P/B	3.58	3.28	2.97	2.63
P/S	5.20	4.05	3.05	2.47
EV/EBITDA	47.87	9.44	6.21	4.77
股息率%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	-6.4%	5.6%	11.2%	11.5%
净利润率	-6.3%	6.1%	10.8%	12.0%
净资产收益率	-4.1%	5.0%	10.6%	12.8%
资产回报率	-1.8%	1.9%	4.0%	5.0%
投资回报率	0.6%	3.2%	6.0%	7.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-36.7%	28.5%	32.7%	23.4%
EBIT 增长率	-92.7%	715.0%	101.8%	28.8%
净利润增长率	-132.0%	225.6%	134.2%	36.5%
偿债能力指标				
资产负债率	56.3%	62.7%	61.7%	61.2%
流动比率	0.9	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0
现金比率	0.8	0.9	0.9	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.4	2.8	2.7	2.7
存货周转天数	8.0	6.2	6.5	6.7
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	0.7	0.9	1.1	1.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	-588	739	1,731	2,363
少数股东损益	-3	1	4	6
非现金支出	1,332	4,680	6,319	8,074
非经营收益	377	316	815	862
营运资金变动	-292	-429	260	394
经营活动现金流	826	5,307	9,130	11,699
资产	-4,357	-9,736	-7,696	-9,659
投资	-731	-14	0	0
其他	200	20	46	6
投资活动现金流	-4,887	-9,729	-7,651	-9,653
债权募资	4,784	6,622	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	816	-544	-218	862
融资活动现金流	5,600	6,078	-218	862
现金净流量	1,460	1,656	1,261	2,907

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 31 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,373	12,044	15,988	19,730
营业成本	9,976	11,373	14,202	17,461
毛利率%	-6.4%	5.6%	11.2%	11.5%
营业税金及附加	14	18	22	26
营业税金率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	206	241	288	335
营业费用率%	2.2%	2.0%	1.8%	1.7%
管理费用	159	217	256	276
管理费用率%	1.7%	1.8%	1.6%	1.4%
研发费用	107	132	176	217
研发费用率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
EBIT	179	1,462	2,951	3,800
财务费用	80	489	671	689
财务费用率%	0.9%	4.1%	4.2%	3.5%
资产减值损失	-348	0	0	0
投资收益	-379	-3	5	6
营业利润	-626	956	2,265	3,099
营业外收支	21	18	18	18
利润总额	-605	974	2,283	3,117
EBITDA	1,163	6,142	9,269	11,875
所得税	-13	234	548	748
有效所得税率%	2.2%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	-3	1	4	6
归属母公司所有者净利润	-588	739	1,731	2,363

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,192	10,847	12,109	15,016
应收账款及应收票据	63	92	118	145
存货	218	193	254	318
其它流动资产	853	1,241	1,534	1,805
流动资产合计	10,325	12,373	14,016	17,285
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	12,957	13,017	14,243	15,715
在建工程	6,212	6,811	7,490	8,136
无形资产	775	762	750	734
非流动资产合计	22,105	27,430	28,831	30,440
资产总计	32,430	39,803	42,846	47,725
短期借款	5,334	5,197	6,000	8,000
应付票据及应付账款	681	696	890	1,102
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,874	5,800	6,288	6,832
流动负债合计	10,890	11,693	13,178	15,934
长期借款	5,983	7,306	7,306	7,306
其它长期负债	1,377	5,952	5,952	5,952
非流动负债合计	7,360	13,258	13,258	13,258
负债总计	18,249	24,951	26,436	29,192
实收资本	916	916	916	916
普通股股东权益	14,181	14,851	16,405	18,522
少数股东权益	0	1	5	11
负债和所有者权益合计	32,430	39,803	42,846	47,725

信息披露

分析师与研究助理简介

田照丰，交运&石化首席分析师，8年交通运输教育背景，10年石油化工工作经历——6年产业工作经验，丰富的投资并购、战略规划、财务分析等产业经历；近3年卖方研究经验，以扎实的行业研究为基础，以差异化的分析为突破口，敢于在市场底部发掘个股投资机会。

郭晓月，金融及商业大数据硕士，2021年3月加入德邦证券研究所交运和石化团队，核心覆盖航空、机场领域。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	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。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。