

春秋航空 (601021)

证券研究报告

2021年09月02日

积极调整，把握国内航空市场复苏

事件：2021年上半年，春秋航空实现营业收入54.54亿元，同比增长35%；归母净利润0.1亿元，扭亏为盈；经营性净现金流8.43亿元，同比大幅增加。

国内航线经营明显恢复

2021年上半年，国内航空市场受到疫情的不断冲击：年初春运“就地过年”政策、石家庄和沈阳地本土疫情散发、五六月广深疫情发酵。然而零星疫情很快得到控制，国内航空需求稳健恢复。2021年上半年，春秋航空实现客运总周转量180亿收入客公里，相当于2019年上半年的94%；客座率达83.3%，比2019年上半年下降8个百分点；客公里收益较2019年上半年下降19.1%。其中，国内航线客运总周转量178亿收入客公里，相当于2019年上半年的142%；客座率达83.5%，比2019年上半年下降9个百分点；客公里收益同较2019年上半年下降18.5%。二季度经营情况好于一季度，国内航线客座率达到88.4%，客公里收益较一季度大幅提升12.2%。

优化航线结构，加大国内投入

2021年上半年，国际市场受疫情影响仍然持续低迷，春秋航空继续加大国内已有基地的市场运力投放，国内航线可用座公里比2019年上半年增长57%。春秋航空持续强化上海枢纽机场的基地优势以及与区域基地间的协作优势，进一步提升市场份额，2021年上半年以上海两场为出发地或目的地的航线起降架次占公司总起降架次约38.6%，运送旅客人次占上海两场旅客吞吐量合计比例约为13.8%。优化航线结构，加大国内航线投入，给春秋航空带来较好的收益。

享受国内航空需求的长期增长

居民收入水平不断提高，消费升级带动航空需求不断增长。春秋航空注重开发一、二线城市以外的市场，坚持民航大众化发展方向，加强三四线市场的航点渗透，挖掘潜力市场的庞大需求，是消费升级的主要受益者。随着对中小学生课外培训的规范，众多居民出行消费能力提高、时间增加，航空需要有望迎来超预期增长。

投资建议：春秋航空优化航线结构，加大国内投入，将是消费升级的主要受益者。国内疫情零星出现和国外疫情反复，导致航空复苏晚于预期，将2021-2022年归母净利润预测由27、29亿元下调至3、10亿元，增加2023年归母净利润预测为19亿元，维持“买入”评级。

风险提示：国内疫情继续零星出现、国外疫情持续蔓延，燃油油成本超预期上行、行业飞机引进速度加快。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,803.52	9,372.92	11,569.90	14,572.05	16,908.31
增长率(%)	12.88	(36.68)	23.44	25.95	16.03
EBITDA(百万元)	2,106.19	(88.83)	(33.35)	1,028.60	2,439.93
净利润(百万元)	1,841.01	(588.41)	288.54	975.08	1,860.63
增长率(%)	22.50	(131.96)	(149.04)	237.93	90.82
EPS(元/股)	2.01	(0.64)	0.31	1.06	2.03
市盈率(P/E)	27.74	(86.80)	177.01	52.38	27.45
市净率(P/B)	3.40	3.60	3.30	3.11	2.79
市销率(P/S)	3.45	5.45	4.41	3.50	3.02
EV/EBITDA	18.86	(602.47)	(1,526.32)	49.26	20.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航空运输
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	55.73元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	916.46
流通A股股本(百万股)	916.46
A股总市值(百万元)	51,074.47
流通A股市值(百万元)	51,074.47
每股净资产(元)	14.88
资产负债率(%)	65.30
一年内最高/最低(元)	68.86/40.88

作者

陈金海 分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

高晟 分析师
SAC执业证书编号：S1110521040001
gaosheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《春秋航空-季报点评:盈利基本符合预期，继续看好低成本航空发展前景》 2020-10-31
- 2 《春秋航空-半年报点评:国内线加速复苏二季度减亏，3Q有望实现经营盈利》 2020-08-30
- 3 《春秋航空-公司深度研究:解密低成本基因，春秋缘何具备独一档的盈利能力》 2020-06-07

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,718.86	9,191.58	6,728.09	7,222.26	9,378.53
应收票据及应收账款	120.85	62.73	130.10	112.77	169.04
预付账款	1,126.67	332.99	1,422.85	625.63	1,569.17
存货	168.53	217.83	315.50	151.17	348.83
其他	584.73	519.94	623.35	790.98	818.04
流动资产合计	9,719.65	10,325.08	9,219.89	8,902.81	12,283.60
长期股权投资	24.08	4.91	4.91	4.91	4.91
固定资产	11,546.15	12,956.88	14,319.63	15,330.39	16,923.30
在建工程	5,540.17	6,212.03	4,927.22	3,856.33	3,513.80
无形资产	65.87	774.65	700.50	624.68	548.86
其他	2,470.82	2,156.53	2,230.02	2,121.23	2,012.45
非流动资产合计	19,647.09	22,105.00	22,182.27	21,937.54	23,003.30
资产总计	29,366.74	32,430.08	31,402.16	30,840.35	35,286.91
短期借款	3,456.82	5,334.03	3,000.00	3,000.00	3,000.00
应付票据及应付账款	731.44	681.45	1,318.53	1,014.78	1,485.20
其他	4,461.37	4,874.15	7,081.00	5,689.12	7,501.75
流动负债合计	8,649.62	10,889.63	11,399.53	9,703.90	11,986.95
长期借款	4,257.99	5,983.04	3,000.00	3,000.00	3,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,417.80	1,376.53	1,500.00	1,500.00	1,500.00
非流动负债合计	5,675.79	7,359.57	4,500.00	4,500.00	4,500.00
负债合计	14,325.40	18,249.21	15,899.53	14,203.90	16,486.95
少数股东权益	2.79	0.02	32.08	190.81	493.71
股本	916.74	916.46	916.46	916.46	916.46
资本公积	4,892.96	4,884.25	4,884.25	4,884.25	4,884.25
留存收益	14,003.58	13,265.54	13,554.08	14,529.17	16,389.79
其他	(4,774.73)	(4,885.40)	(3,884.25)	(3,884.25)	(3,884.25)
股东权益合计	15,041.34	14,180.88	15,502.63	16,636.44	18,799.96
负债和股东权益总	29,366.74	32,430.08	31,402.16	30,840.35	35,286.91

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,838.19	(591.18)	288.54	975.08	1,860.63
折旧摊销	940.26	983.54	946.22	1,085.95	1,275.45
财务费用	74.41	73.37	230.44	130.50	103.99
投资损失	(12.34)	379.25	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,262.24)	929.12	1,535.61	(775.59)	1,167.30
其它	1,858.03	(948.33)	32.06	158.73	302.89
经营活动现金流	3,436.31	825.76	3,032.87	1,574.67	4,710.26
资本支出	4,963.45	3,738.03	826.53	950.00	2,450.00
长期投资	24.08	(19.17)	0.00	0.00	0.00
其他	(7,267.94)	(8,606.24)	(1,776.53)	(1,900.00)	(4,900.00)
投资活动现金流	(2,280.41)	(4,887.38)	(950.00)	(950.00)	(2,450.00)
债权融资	9,674.11	14,066.52	8,749.44	8,749.44	8,749.44
股权融资	(54.33)	(208.04)	770.71	(130.50)	(103.99)
其他	(8,065.70)	(8,258.09)	(14,066.52)	(8,749.44)	(8,749.44)
筹资活动现金流	1,554.08	5,600.39	(4,546.36)	(130.50)	(103.99)
汇率变动影响	(0.17)	0.55	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,709.81	1,539.32	(2,463.50)	494.17	2,156.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,803.52	9,372.92	11,569.90	14,572.05	16,908.31
营业成本	13,114.56	9,975.72	11,999.90	13,999.88	14,999.87
营业税金及附加	17.43	14.10	17.35	17.49	33.82
营业费用	261.07	205.76	231.40	262.30	304.35
管理费用	181.60	159.38	185.12	204.01	236.72
研发费用	125.17	107.42	115.70	145.72	169.08
财务费用	110.41	79.68	230.44	130.50	103.99
资产减值损失	(3.77)	(347.98)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(16.26)	(0.64)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.17	(378.69)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,309.59)	184.00	(1,500.00)	(1,600.00)	(1,700.00)
营业利润	2,310.74	(625.84)	290.00	1,412.16	2,760.49
营业外收入	96.71	24.35	69.33	63.46	52.38
营业外支出	3.24	3.07	3.10	3.14	3.10
利润总额	2,404.21	(604.55)	356.22	1,472.49	2,809.77
所得税	566.02	(13.37)	35.62	338.67	646.25
净利润	1,838.19	(591.18)	320.60	1,133.81	2,163.52
少数股东损益	(2.82)	(2.77)	32.06	158.73	302.89
归属于母公司净利润	1,841.01	(588.41)	288.54	975.08	1,860.63
每股收益(元)	2.01	(0.64)	0.31	1.06	2.03

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	12.88%	-36.68%	23.44%	25.95%	16.03%
营业利润	20.45%	-127.08%	-146.34%	386.96%	95.48%
归属于母公司净利润	22.50%	-131.96%	-149.04%	237.93%	90.82%
获利能力					
毛利率	11.41%	-6.43%	-3.72%	3.93%	11.29%
净利率	12.44%	-6.28%	2.49%	6.69%	11.00%
ROE	12.24%	-4.15%	1.87%	5.93%	10.16%
ROIC	14.26%	-3.68%	2.77%	7.77%	13.75%
偿债能力					
资产负债率	48.78%	56.27%	50.63%	46.06%	46.72%
净负债率	13.00%	34.38%	13.04%	9.18%	-3.35%
流动比率	1.12	0.95	0.81	0.92	1.02
速动比率	1.10	0.93	0.78	0.90	1.00
营运能力					
应收账款周转率	121.49	102.11	120.00	120.00	120.00
存货周转率	101.23	48.52	43.39	62.45	67.63
总资产周转率	0.53	0.30	0.36	0.47	0.51
每股指标(元)					
每股收益	2.01	-0.64	0.31	1.06	2.03
每股经营现金流	3.75	0.90	3.31	1.72	5.14
每股净资产	16.41	15.47	16.88	17.94	19.97
估值比率					
市盈率	27.74	-86.80	177.01	52.38	27.45
市净率	3.40	3.60	3.30	3.11	2.79
EV/EBITDA	18.86	-602.47	-1,526.32	49.26	20.05
EV/EBIT	32.33	-52.81	-51.96	-883.63	42.02

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com