

**证券研究报告—动态报告**

交通运输

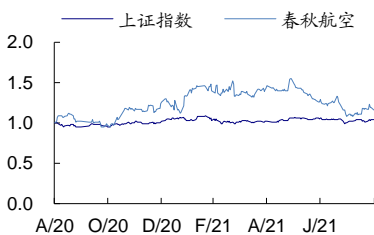
航空机场

**春秋航空(601021)**
**买入**

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 31 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)	46,758/46,758
上证综指/深圳成指	3,528/14,423
12 个月最高/最低(元)	68.86/40.88

**相关研究报告:**

《春秋航空-601021-2020 年年报及 2021 年一季报点评: 顶住疫情压力, 低成本韧性凸显》——2021-05-05

《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**

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

**证券分析师: 曾凡喆**

E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: 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**
**业务迅速恢复, 中报实现盈利**
**● 春秋航空披露 2021 年中报**

春秋航空披露 2021 年中报, 上半年营业收入 54.5 亿, 同比增 34.8%, 实现归母净利润 0.1 亿, 成功实现盈利。二季度公司营业收入 32.3 亿, 同比增 94.5%, 实现归母净利润 2.95 亿, 同比扭亏。

**● 二季度业务量同比大增, 营收接近 2019 年同期**

得益于行业需求快速企稳回升, 二季度公司业务量大幅提高, RPK 同比升 53.9%, 客收尤其是国内线客收同比显著改善, 拉动营收同比明显修复, 相比 2019 年同期仅下降 7.9%。

**● 成本管控卓越, 费用情况良好, 业绩扭亏基本符合预期**

公司延续着卓越的成本管控力。上半年航油成本因油价上升及业务量增长明显上升, 单位非油成本表现依旧亮眼, 其中上半年、单二季度单位非油成本相比 2019 年同期分别下降 6.0%、8.5%, 带动业绩迅猛恢复。此外, 二季度各项费用率指标因收入回暖同比明显下降, 业绩扭亏基本符合预期。

**● 投资建议: 彰显低成本韧性, 维持“买入”评级**

二季度公司基本完全消化运力, 业务量大幅回升, 运价降幅收窄, 实现扭亏, 再度彰显低成本航空的韧性。鉴于国内疫情仍偶发, 国门开放暂无明确预期, 我们暂不调整公司盈利预测。得益于低成本航空优质的成本管控能力, 春秋航空即便面对不确定的市场环境仍将脱颖而出, 维持“买入”评级。

**● 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)	25.4	-79.5	32.9	17.6	13.2
EV/EBITDA	29.0	-1131.0	39.3	19.2	14.3
市净率(PB)	3.11	3.30	3.02	2.70	2.36

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 2021 年中报

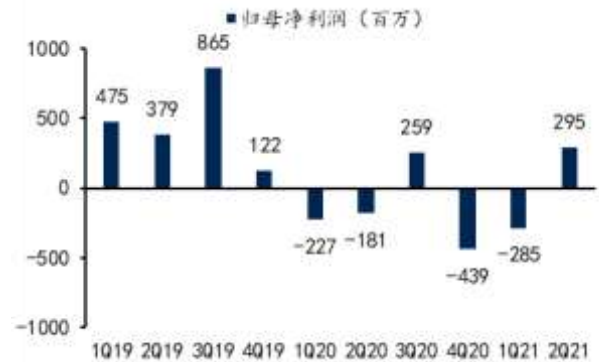
春秋航空披露 2021 年中报，上半年营业收入 54.5 亿，同比增 34.8%，实现归母净利润 0.1 亿，成功实现盈利。二季度公司营业收入 32.3 亿，同比增 94.5%，实现归母净利润 2.95 亿，同比扭亏。

图 1：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 2：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

### 二季度业务量同比大增，营收接近 2019 年同期

上半年公司客运运力投放显著回升，ASK215.7 亿，同比增 36.5%，其中国内线、国际线、地区线分别为 213.6 亿、1.2 亿、0.9 亿，同比分别增 61.7%、降 94.9%、降 48.9%。二季度 ASK116.6 亿，同比增 47.6%，其中国内线、国际线、地区线分别为 115.3 亿、0.6 亿、0.7 亿，同比分别增 47.2%、35.7%、196.4%。

伴随着行业需求恢复，公司业务量同比大幅提升，RPK179.6 亿，同比增 53.9%，其中国内线、国际线、地区线分别为 178.4 亿、0.6 亿、0.6 亿，同比分别增 81.7%、降 96.4%、降 46.1%。二季度 RPK102.8 亿，同比增 72.9%，其中国内线、国际线、地区线分别为 102.0 亿、0.3 亿、0.5 亿，同比分别增 72.4%、25.2%、807.1%，国内线 RPK 相比 2019 年同期提升 57.4%。

客座率进一步好转。上半年公司客座率 83.26%，同比提高 9.40pct，其中国内线、国际线、地区线分别为 83.52%、50.23%、67.45%，同比分别上升 9.20pct，下降 21.87pct，上升 3.56pct。二季度公司客座率 88.15%，同比上升 12.92pct，其中国内线、国际线、地区线分别为 88.45%、47.59%、73.28%，同比分别上升 12.93pct，下降 3.98pct，上升 49.34pct。

由于一季度就地过年冲击，上半年公司运价水平略有下降，客公里收益 0.294 元，同比下降 11.1%，其中国内线客公里收益 0.287 元，同比降 2.9%，但由于客座率大幅提升，RASK 显著修复。二季度得益于需求明显复苏，我们测算公司国内线客公里收益同比显著改善，相比 2019 年同期下降仅略超 10%，实属不易。

综合来看，公司上半年营业收入 54.5 亿，同比增 34.8%，其中二季度公司营业

收入 32.3 亿，同比增 94.5%，营收规模已接近 2019 年同期。

图 3：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 4：春秋航空单季度 RPK 及同比增速



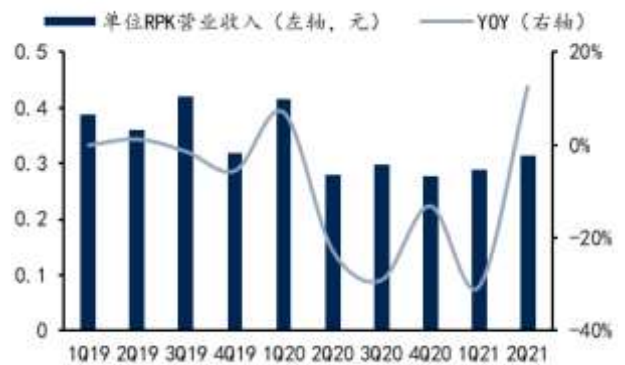
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：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 6：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由于一定差距。航油成本方面，因油价上涨及业务量大幅提升，公司上半年航油成本 15.9 亿，同比提高 52.0%，单位航油成本 0.0737 元，同比升 11.4%，其中二季度航油成本 9.21 亿，同比升 165.9%，单位航油成本 0.0790 元，同比升 80.2%。

非油成本方面，公司保持高效运转，进一步发掘低成本航空的成本控制能力，成本表现良好。上半年非油成本中偏固定成本的薪酬、折旧、飞行员培训费等费用合计变化不大，偏变动成本如起降费、民航建设基金（去年减免）等随业务量恢复同比明显提高。上半年公司非油成本 40.9 亿，同比升 12.4%，单位非油成本 0.1894 元，同比降 17.6%，相比 2019 年则下降 6%。其中二季度非油成本 21.3 亿，同比升 29.4%，单位非油成本 0.1823 元，同比降 12.3%，相比 2019 年下降 8.5%。

图 7：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 8：春秋航空单位 ASK 非油成本



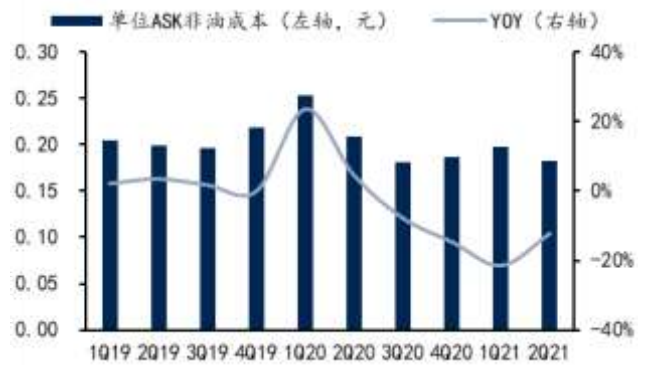
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：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 10：春秋航空单季度单位 ASK 非油成本



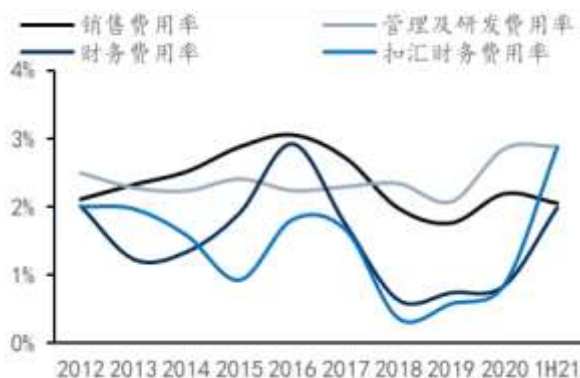
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上半年公司因经租并表导致财务费用有所提升，带动整体费用率小幅上升，其中销售费用率 2.05%，同比降 0.09pct，管理费用率 1.78%，同比升 0.23pct，研发费用率 1.10%，同比降 0.25pct，财务费用率 1.99%，同比升 1.00pct，扣汇财务费用率 2.87%，同比降 1.89pct。

二季度费用率显著下降，销售费用率 1.82%，同比降 0.29pct，管理&研发费用率 2.49%，同比降 0.78pct，财务费用率-0.49%，同比降 1.87pct。

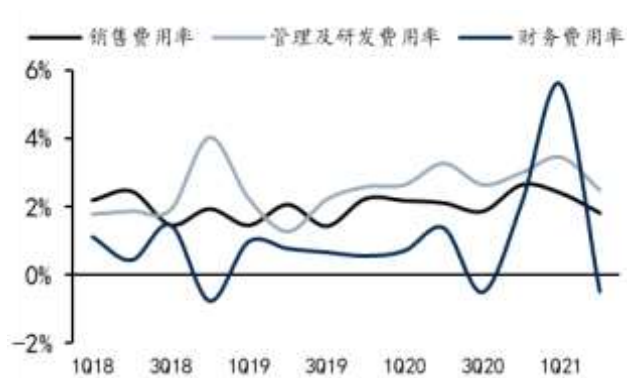
上半年公司录得其他收益 6.09 亿，同比提高 2.80 亿，其余项目波动不大，其中二季度其他收益 3.2 亿，同比提高 1.27 亿，其余项目变动亦不显著，得益于客运业务的大幅复苏，公司二季度成功实现扭亏盈利。

图 11: 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 12: 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: 彰显低成本韧性, 维持“买入”评级**

二季度公司基本完全消化运力, 业务量大幅回升, 运价降幅收窄, 实现扭亏, 再度彰显低成本航空的韧性。鉴于国内疫情仍偶发, 国门开放暂无明确预期, 我们暂不调整公司盈利预测。得益于低成本航空优质的成本管控能力, 春秋航空即便面对不确定的市场环境仍将脱颖而出, 维持“买入”评级。

**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
<b>流动资产合计</b>	<b>10325</b>	<b>9026</b>	<b>10079</b>	<b>11008</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>32430</b>	<b>34262</b>	<b>38526</b>	<b>43199</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>(605)</b>	<b>1908</b>	<b>3565</b>	<b>4748</b>
其他流动负债	2125	2794	3766	3956	所得税费用	(13)	477	891	1187
<b>流动负债合计</b>	<b>10890</b>	<b>11303</b>	<b>13538</b>	<b>15618</b>	少数股东损益	(3)	9	16	22
长期借款及应付债券	5983	5983	5983	5983	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(588)</b>	<b>1422</b>	<b>2658</b>	<b>3539</b>
其他长期负债	1377	1507	1665	1765					
<b>长期负债合计</b>	<b>7360</b>	<b>7490</b>	<b>7648</b>	<b>7748</b>					
<b>负债合计</b>	<b>18249</b>	<b>18793</b>	<b>21186</b>	<b>23366</b>					
少数股东权益	0	8	19	35					
股东权益	14181	15461	17321	19799					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>32430</b>	<b>34262</b>	<b>38526</b>	<b>43199</b>					

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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1234</b>	<b>2954</b>	<b>4686</b>	<b>5371</b>
资本开支	(3661)	(4220)	(4526)	(5325)
其它投资现金流	(34)	(21)	(33)	(53)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3676)</b>	<b>(4235)</b>	<b>(4561)</b>	<b>(5380)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>3915</b>	<b>(711)</b>	<b>475</b>	<b>608</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1473</b>	<b>(1992)</b>	<b>600</b>	<b>600</b>
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	1.4%	0.3%	1.7%	2.3%
P/E	-79.5	32.9	17.6	13.2
P/B	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	-1131.0	39.3	19.2	14.3

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。

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