

## 春秋航空(601021)

# Q2 盈利 2.95 亿元，非油成本管控优势明显

## ——春秋航空 2021 中报点评报告

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

### 报告导读

春秋航空 2021 年中报，公司上半年实现营业收入 54.54 亿元，较 19 年下降 24%；归母净利润 0.10 亿元，扣非归母净利润-0.62 亿元。其中 Q2，营业收入 32.31 亿元，较 19 年下降 8%，归母净利润 2.95 亿元，扣非归母净利润 2.52 亿元。

### 投资要点

#### □ H1 国内 RPK 较 19 年+42%，5 月国内线客座率回升至 88.4%

**供给：3-6 月单月整体航线运力已超过疫情前。** 1) ASK: 21H1，公司 ASK 较 19 年同期增加 4%；国内航线方面，上半年 ASK 较 19 年同期 57%，其中 Q1、Q2 较 19 年同期分别+49%、+64%。2) 机队规模：根据 2020 年报，公司计划 2021 年引入 11 架飞机、退出 1 架飞机。截至 2021 年 6 月末，公司拥有 108 架 A320 系列飞机机队，上半年共引入 6 架飞机（Q1、Q2 分别引入 2、4 架），无退出飞机，引入速度符合计划预期。

**需求：国内市场需求较 19 年增加 42%，整体 RPK 恢复至 19 年的 94%。** 1) RPK: 21H1 公司 RPK 较 19 年-6%，其中 Q1、Q2 分别-18%、6%；国内航线方面，RPK 较 19 年+42%，其中 Q1、Q2 RPK 较 19 年分别+25%、+57%。2) 客座率方面，21H1 客座率较 19 年同期-8.4pct，其中国内航线较 19 年同期下降 9pct，主要受到 Q1 就地过年倡议影响，公司 Q1、Q2 国内航线客座率较 19 年分别-15.0pct、-3.8pct。

**基地航网韧性与潜能较足。** 21H1 公司集中在上海、沈阳、揭阳、扬州等基地进一步新增或加密航班，并加速建设新成立的江西南昌基地，截至 6 月底已在南昌投放 3 架过夜飞机。21 年夏秋航季开始，公司新增 19 条航线、7 个航点，并加密了 23 条国内航线，因此，3-6 月整体 ASK 均超过 19 年同期。

#### □ 客收恢复明显，Q2 扣非归母净利润恢复至 19 年的 95%

**收入端：票价趋于市场化，Q2 收入环比增加 45%；航线补贴+财政补贴同比 19 年增加 1.9 亿元。** 1) 公司 21H1 收入 54.5 亿元，较 19 年-24%，主要跟业务量挂钩；其中 Q2 收入 32.3 亿元，较 19 年-8%，环比+45%。2) 单位收益：21H1 单位 ASK 收入 0.253 元，较 19 年同期-26%，其中 Q1、Q2 单位 ASK 收入较 19 年同期分别-37%、-16%；21H1 单位 RPK 收入 0.304 元，较 19 年同期-19%，其中 Q1、Q2 单位 RPK 收入较 19 年同期分别-26%、-13%。3) 其他收益：21H1 取得其他收益 6.1 亿元，较 19 年同期增加 1.9 亿元，主要来源于政府补贴增量，21H1 取得政府补贴 4.7 亿元，较 19 年增加 1.6 亿元。

**成本及费用端：非油成本管控良好。** 1) 21H1 营业成本 54.5 亿元，较 19 年下降 12%；其中航油成本 15.9 亿元，较 19 年-20%；非油成本 38.6 亿元，较 19 年-8%。2) 21H1 单位 ASK 航油成本 0.074 元，较 19 年-23%；单位“非油成本+财务费用-汇兑损益” 0.182 元，较 19 年-11%，主要受益于起降费征收标准下降 10%、民航发展基金征收标准较 19 年前降低 60%（21H1 民航发展基金为 9234 万元，去年同期为免收）。3) H1 单位销售费用 0.0052 元，较 19 年-14%；单位管理费用为 0.0045，较 19 年+17%，其中职工薪酬略有增加。4) 21H1 财

### 评级

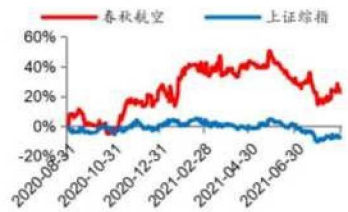
### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥ 51.02

### 单季度业绩

### 元/股

单季度业绩	元/股
2Q/2021	0.32
1Q/2021	-0.31
4Q/2020	-0.48
3Q/2020	0.29



### 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

- 《35 亿定增保障运力供给，股权激励计划显信心》2021.6.5
- 《2020 年航空运输业务盈利，21Q1 利润同比下降 0.6 亿元》2021.04.30
- 《新航季时刻详解：逆势扩张，熨平周期》2021.03.23
- 《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
- 《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

务费用 1.1 亿元，截至 21H1 末公司逐步缩小美元负债敞口至约 3 亿美元，取得汇兑净收益 4801 万元，去年同期为净损失 32.5 万元。

**利润端：**21H1，公司实现归母净利润 0.1 亿元，扣非归母净利润-0.6 亿元；其中 Q2，归母净利润 3.0 亿元，较 19 年同期-22%，扣非归母净利润 2.5 亿元，较 19 年同期-5%。

#### □ 低成本护城河高筑，疫情期间业绩相对稳健，看好长期高成长性

作为国内领先的低成本航空公司，商业模式护城河高筑，成本管控优势明显，21H1 单位扣汇非油成本+财务费用较 19 年同期下降 11%，助力公司业绩稳定恢复。作为民营航司，公司经营管理灵活高效，2020 年疫情以来，逆势扩张趋势明显，加大力度下沉三四线城市，加快基地建设步伐，围绕基地拓展航网、加密航班，疫情期间业绩表现较稳健。长期来看，国内出行市场发展空间较大，我们认为低成本优势将有助于公司在下沉市场扩张运力、实现盈利，中长期成长性较突出。

#### □ 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 年起，公司机队规模和时刻实现逆势扩张，2021 年 3 月起公司 RPK 已超过 19 年同期水平，我们认为公司长期具有高成长性，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 5.2、20.2、28.1 亿元，在不考定增摊薄影响下，对应 EPS 分别为 0.57、2.21、3.07 元/股。我们给予公司 23 年 25 倍，对应目标股价 76.66 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	13174	17823	22072
(+/-)	-36.68%	40.56%	35.28%	23.84%
净利润	-588	522	2021	2810
(+/-)	-	-	286.98%	39.05%
每股收益(元)	-0.64	0.57	2.21	3.07
P/E	-79.46	89.53	23.14	16.64



**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	10325	9819	11140	14296	<b>营业收入</b>	9373	13174	17823	22072
现金	9192	7268	8655	11219	营业成本	9976	12574	15121	18079
交易性金融资产	0	6	2	2	营业税金及附加	14	18	24	31
应收账款	63	106	135	163	营业费用	206	263	339	419
其它应收款	426	1475	1127	1624	管理费用	159	224	275	364
预付账款	333	650	862	856	研发费用	107	132	151	188
存货	218	189	251	322	财务费用	80	635	655	656
其他	94	125	109	109	资产减值损失	349	0	0	0
<b>非流动资产</b>	22105	23933	25440	26863	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	<b>营业利润</b>	(626)	651	2582	3645
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	<b>利润总额</b>	(605)	673	2603	3667
其他	2157	2045	2330	2314	所得税	(13)	148	573	843
<b>资产总计</b>	32430	33752	36580	41159	<b>净利润</b>	(591)	525	2030	2823
<b>流动负债</b>	10890	9834	10186	11134	少数股东损益	(3)	2	10	13
短期借款	5334	4737	4207	4456	<b>归属母公司净利润</b>	(588)	522	2021	2810
应付款项	681	732	919	1129	EBITDA	867	2328	4449	5673
预收账款	0	797	903	818	EPS (最新摊薄)	(0.64)	0.57	2.21	3.07
其他	4874	3567	4158	4731	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	7360	9213	9658	10466		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	5983	7171	8046	8789	<b>成长能力</b>				
其他	1377	2041	1612	1677	营业收入	(36.68%)	40.56%	35.28%	23.84%
<b>负债合计</b>	18249	19047	19844	21600	营业利润	(126.26%)	204.08%	296.36%	41.19%
少数股东权益	0	2	12	25	归属母公司净利润	-	-	286.98%	39.05%
归属母公司股东权	14181	14703	16724	19534	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	32430	33752	36580	41159	毛利率	(6.43%)	4.56%	15.16%	18.09%
					净利率	(6.31%)	3.98%	11.39%	12.79%
					ROE	(4.03%)	3.62%	12.86%	15.48%
					ROIC	(0.39%)	3.62%	8.09%	9.41%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	56.27%	56.43%	54.25%	52.48%
					净负债比率	77.08%	73.07%	73.03%	72.12%
					流动比率	0.95	1.00	1.09	1.28
					速动比率	0.93	0.98	1.07	1.26
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.30	0.40	0.51	0.57
					应收帐款周转率	102.11	155.80	146.92	146.60
					应付帐款周转率	14.12	17.79	18.31	17.66
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	(0.64)	0.57	2.21	3.07
					每股经营现金	0.90	0.95	4.65	5.19
					每股净资产	15.47	16.04	18.25	21.31
					<b>估值比率</b>				
					P/E	(79.46)	89.53	23.14	16.64
					P/B	3.30	3.18	2.80	2.39
					EV/EBITDA	65.69	23.42	12.09	9.22

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	826	870	4264	4757
净利润	(591)	525	2030	2823
折旧摊销	984	947	1091	1238
财务费用	80	635	655	656
投资损失	379	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	717	(1385)	850	110
其它	(743)	160	(351)	(59)
<b>投资活动现金流</b>	(4887)	(2867)	(2296)	(2670)
资本支出	(2083)	(2246)	(2160)	(2163)
长期投资	19	(344)	223	(34)
其他	(2824)	(276)	(360)	(473)
<b>筹资活动现金流</b>	5600	73	(580)	477
短期借款	1877	(597)	(531)	250
长期借款	1725	1188	875	743
其他	1998	(518)	(924)	(516)
<b>现金净增加额</b>	1539	(1924)	1387	2564

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>