



增持(维持)

所属行业: 交通运输
当前价格(元): 56.41

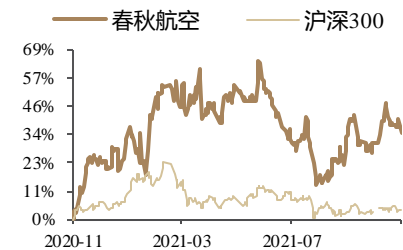
证券分析师

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(%)	3.35	1.22	18.83
相对涨幅(%)	2.85	0.78	17.18

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《春秋航空 2021 年中报点评-春秋航空 (601021.SH): 成本管控良好, 多基地市场份额提升》, 2021.9.1
- 《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): 三季度疫情油价双压下实现盈利

春秋航空 2021 年三季度业绩点评

投资要点

- 公司公布 2021 年前三季度业绩, 前三季度同比扭亏为盈。2021Q1-Q3, 公司实现营业收入 86.4 亿元, 同比增长 26.5%; 实现归母净利润 1.6 亿元, 去年同期为 -1.5 亿元, 扭亏为盈。Q3 来看, 实现营业收入 31.8 亿元, 同比增长 14.5%, 实现归母净利润 1.5 亿元, 同比下滑 42.7%。
- 前三季度 ASK、RPK 同比提升, Q3 单季受疫情影响有小幅下滑。2021Q1-Q3, 公司 ASK 同比 2020 年增长 20.14%, 较 2019 年同期下降 0.17%; RPK 同比增长 28.46%, 较 2019 年同期下滑 8.78%。Q3 单季来看, 受南京疫情影响, ASK 同比 2020/2019 年分别下滑 3.46%/7.28%; RPK 分别下滑 3.36%/14.17%。客座率方面, 7 月受益于短暂的暑运高峰, 客座率突破 90% (为 90.77%), 8 月由于南京疫情影响跌至 78.62%, 9 月回升至 84.68%, 7 至 9 月客座率较 2020 年和 2019 年分别变化 8.71/-5.48/-4.24 和 -0.58/-15.29/-5.84 个百分点。
- Q3 单位 RPK 收入同比提升。2021Q1-Q3 单位 RPK 收入 0.32 元, 同比下降 1.5%, Q3 为 0.35 元, 同比提升 18.43%。
- 单位营业成本受油价上涨影响同比提升。2021Q1-Q3 营业成本为 86.87 亿元, 同比增长 18.90%, Q3 单季营业成本为 30.10 亿元, 同比增长 14.67%; 单位 ASK 营业成本来看, 前三季度为 0.27 元, 同比下降 1.03%, Q3 为 0.28 元, 同比增长 18.77%, Q3 单位营业成本大幅增长主要是由于航油成本的上升。2021 年 11 月 5 日 (出票日期) 起, 部分航司将恢复征收燃油附加费, 公司有望快速跟进。燃油附加费恢复征收有利于减轻公司因航油价格上涨带来的成本压力, 提升公司利润水平。
- 其他收益同比提升。2021Q1-Q3, 公司实现其他收益 9.01 亿元, 同比增长 45.79%, Q3 单季实现其他收益 2.92 亿元, 同比增长 1.04%。
- 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, 长期将受益于低成本航空渗透率提升、自身规模快速扩大带来的市场份额增长以及疫情后国际航线的复苏。然考虑国内散发疫情及航油价格上涨, 并结合公司前三季度业绩, 我们调整公司 2021 至 2023 年归母净利润为 2.65/18.53/24.58 亿元 (原为 7.39/17.31/23.63 亿元), 全面摊薄 EPS 为 0.29/2.02/2.68 元 (原为 0.81/1.89/2.58), 对应 PE 为 195.02x/27.89x/21.03x, 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、人民币汇率波动、油价上涨等风险。

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):	51,697.66
总资产(百万元):	38,857.01
每股净资产(元):	15.01

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	12,172	15,505	18,135
(+/-)YOY(%)	12.9%	-36.7%	29.9%	27.4%	17.0%
净利润(百万元)	1,841	-588	265	1,853	2,458
(+/-)YOY(%)	22.5%	-132.0%	145.1%	599.2%	32.6%
全面摊薄 EPS(元)	2.01	-0.64	0.29	2.02	2.68
毛利率(%)	11.4%	-6.4%	-2.3%	12.7%	15.0%
净资产收益率(%)	12.2%	-4.1%	1.8%	11.5%	13.4%

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	0.29	2.02	2.68
每股净资产	15.47	15.74	17.55	19.97
每股经营现金流	0.90	2.03	5.09	6.67
每股股利	0.00	0.03	0.21	0.27
价值评估(倍)				
P/E	—	195.02	27.89	21.03
P/B	3.58	3.58	3.21	2.83
P/S	5.52	4.25	3.33	2.85
EV/EBITDA	47.87	26.06	13.17	10.93
股息率%	0.0%	0.1%	0.4%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	-6.4%	-2.3%	12.7%	15.0%
净利润率	-6.3%	2.2%	12.0%	13.6%
净资产收益率	-4.1%	1.8%	11.5%	13.4%
资产回报率	-1.8%	0.7%	4.3%	5.1%
投资回报率	0.6%	1.7%	6.0%	6.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-36.7%	29.9%	27.4%	17.0%
EBIT 增长率	-92.7%	316.9%	297.3%	30.5%
净利润增长率	-132.0%	145.1%	599.2%	32.6%
偿债能力指标				
资产负债率	56.3%	63.2%	62.5%	62.0%
流动比率	0.9	0.8	0.6	0.3
速动比率	0.9	0.7	0.5	0.3
现金比率	0.8	0.7	0.4	0.2
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	0.8	0.7	0.7

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	-588	265	1,853	2,458
少数股东损益	-3	0	4	6
非现金支出	1,332	1,682	2,128	2,705
非经营收益	377	218	620	699
营运资金变动	-292	-301	61	243
经营活动现金流	826	1,865	4,666	6,110
资产	-4,357	-8,824	-7,697	-9,660
投资	-731	-14	0	0
其他	200	20	37	-5
投资活动现金流	-4,887	-8,818	-7,659	-9,664
债权募资	4,784	6,151	1,682	2,790
股权募资	0	0	0	0
其他	816	-250	-829	-1,236
融资活动现金流	5,600	5,901	853	1,554
现金净流量	1,460	-1,052	-2,140	-2,000

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 1 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	12,172	15,505	18,135
营业成本	9,976	12,448	13,532	15,420
毛利率%	-6.4%	-2.3%	12.7%	15.0%
营业税金及附加	14	17	23	27
营业税金率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	206	243	310	363
营业费用率%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	159	183	217	254
管理费用率%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%
研发费用	107	122	171	199
研发费用率%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%
EBIT	179	748	2,972	3,880
财务费用	80	399	532	643
财务费用率%	0.9%	3.3%	3.4%	3.5%
资产减值损失	-348	0	0	0
投资收益	-379	-3	-4	-5
营业利润	-626	343	2,426	3,225
营业外收支	21	6	18	18
利润总额	-605	349	2,444	3,243
EBITDA	1,163	2,430	5,101	6,584
所得税	-13	84	587	778
有效所得税率%	2.2%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	-3	0	4	6
归属母公司所有者净利润	-588	265	1,853	2,458

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,192	8,140	6,000	4,000
应收账款及应收票据	63	93	115	134
存货	218	211	242	281
其它流动资产	853	1,302	1,479	1,638
流动资产合计	10,325	9,746	7,836	6,052
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	12,957	15,802	21,008	27,637
在建工程	6,212	6,798	7,463	8,096
无形资产	775	762	750	734
非流动资产合计	22,105	29,504	35,096	42,075
资产总计	32,430	39,250	42,931	48,127
短期借款	5,334	5,197	7,179	10,268
应付票据及应付账款	681	762	848	973
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,874	5,943	6,189	6,522
流动负债合计	10,890	11,902	14,215	17,764
长期借款	5,983	7,306	7,306	7,306
其它长期负债	1,377	5,618	5,318	4,746
非流动负债合计	7,360	12,924	12,624	12,052
负债总计	18,249	24,825	26,839	29,816
实收资本	916	916	916	916
普通股股东权益	14,181	14,424	16,088	18,300
少数股东权益	0	1	5	11
负债和所有者权益合计	32,430	39,250	42,931	48,127

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&大数据专业硕士，2021年3月加入德邦研究所交运&石化组，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

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；	类别	评级	说明
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。	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。
	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。