

公司研究 | 点评报告 | 春秋航空 (601021.SH)

收益具备韧性，盈利领先行业

报告要点

春秋航空披露 2021 年年报以及 2022 年一季报, 2021 年春秋航空扭亏为盈实现归属净利润 0.4 亿元, 其中 21Q4 公司实现归属净利润-1.2 亿元, 同比减亏 3.2 亿元; 2022Q1 公司实现归属净利润-4.4 亿元, 亏损同比扩大 1.5 亿元, 实现营业收入 23.6 亿元, 同比提升 6.2%。

分析师及联系人



韩轶超

SAC : S0490512020001



赵超

SAC : S0490520020001



张银晗

SAC : S0490520080027

春秋航空 (601021.SH)

2022-05-02

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

收益具备韧性，盈利领先行业

事件描述

春秋航空披露 2021 年年报以及 2022 年一季报，2021 年春秋航空扭亏为盈实现归属净利润 0.4 亿元，其中 21Q4 公司实现归属净利润-1.2 亿元，同比减亏 3.2 亿元；2022Q1 公司实现归属净利润-4.4 亿元，亏损同比扩大 1.5 亿元，实现营业收入 23.6 亿元，同比提升 6.2%。

事件评论

- 疫情持续反复，收益具备韧性。**21Q4，行业淡季叠加疫情反复，出行需求放缓且跨区域出行再度限制，公司运量持续下滑：Q4 公司 RPK 相较 19 年同期下滑 27%，环比 Q3 减少 18%；客座率同比 19 年下滑 8.6pct，环比 21Q3 下滑 5.7pct。22Q1，春运后国内疫情多地接连爆发，叠加冬奥会期间部分区域航班管制影响，航空需求跌至冰点：Q1 公司 RPK 相较 19 年同期下滑 24%，环比 Q4 减少 3%；客座率同比 19 年下滑 20pct，环比 21Q4 下滑 7.2pct。收益端，油价大幅上涨推升含油票价，叠加运量大幅下滑后留存客户具有价格韧性，使得尽管需求承压但 21Q4-22Q1 公司单位票价维持相对较高水平；其中获益于春运高景气，22Q1 公司单位票价同比 19Q1 下滑 15%，环比 21Q4 上涨 10%，支撑公司收入水平。最终，公司 21Q4 录得营业收入 22.2 亿元，同比 2019Q4 下滑 31%；22Q1 实现营业收入 23.6 亿元，同比 2019Q1 下滑 35.1%，相较 21Q1 上涨 6.2%。
- 成本压力趋大，盈利领先行业。**21Q4，公司低成本商业模式下运营管理效力凸显，单位非油成本环比 Q3 下滑 3.8%，同比 19Q4 下滑 12.6%；22Q1，受运力大幅下滑所致，公司部分刚性成本难以有效摊薄，单位非油成本环比提升 7%至 0.20 元/ask，相较 2019Q1 小幅上涨 0.2%，仍维持在较低水平，领先行业可比公司。航油成本方面，21Q4-22Q1 航油价格持续上行，致公司单位航油成本环比持续大幅上涨，挤压公司利润。汇兑收益方面，21Q4 人民币相较美元升值 1.7%，测算公司录得汇兑收益 0.3 亿元；22Q1 人民币相较美元升值 0.4%，测算公司录得汇兑收益 0.01 亿元，影响相对中性。此外，21Q4-22Q1 公司扣汇财务费用分别为 0.9 与 1.1 亿元，整体维持稳定。整体来看，受油价以及疫情双重影响，公司 21Q4-22Q1 单位成本持续提升，成本压力趋大，但获益于公司的运营管理能力，最终 21Q4 公司实现大幅减亏，22Q1 公司录得上市公司中最小亏损。
- 投资建议：短期博弈边际修复，中期关注供给消化进度，长期关注飞机引进速度。**短期看，近期上海疫情逐渐出现拐点，随着本轮上海疫情得到较好控制，国内航空需求或将在春运迎来边际改善，短期存在博弈边际修复空间；中期看，国际航线停航的背景下，国内的运力和需求增长已经逐步消化过剩运力，2022 年相对稳定的国内市场将会消化大量运力；长期看，关注疫情扩散至全产业链的影响，航空公司和飞机租赁公司的运力引进和订单确认均出现持续性的下行，若全球市场恢复则弹性巨大，我们认为周期的向上势能正在积蓄，需要持续关注需求拐点。春秋航空的机队运力适配于国内市场，运力的消化相对来讲比较充分，公司依靠更高的效率获取成本优势，未来随着市场供需改善，将会率先释放盈利弹性。我们预计公司 22-24 年的归属净利润分别为-2.3、10.3 与 24.9 亿元，其中 23-24 年业绩对应当前股价的 PE 估值水平分别为 41 与 17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、新冠疫情反复；
- 2、油价大幅上行。

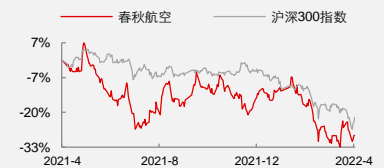
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	45.98
总股本(万股)	91,646
流通A股/B股(万股)	91,646/0
资产负债率	66.31%
每股净资产(元)	14.35
市盈率(当前)	-372.48
市净率(当前)	3.20
近12月最高/最低价(元)	68.86/42.86

注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《暑运疫情反复，逆势兑现盈利》2021-11-01
- 《运力消化充分，盈利大幅恢复》2021-08-31
- 《疫后时代，买入持续演绎的 Alpha》2021-05-07



更多研报请访问
长江研究小程序

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10858	15269	18910	23746	货币资金	7260	6943	8162	10152
营业成本	11331	15878	18655	22669	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	-473	-609	254	1078	应收账款	98	124	155	198
%营业收入	-4%	-4%	1%	5%	存货	213	299	361	433
营业税金及附加	21	23	31	40	预付账款	292	609	621	765
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	850	1001	1208	1452
销售费用	219	235	251	280	流动资产合计	8714	8976	10508	12999
%营业收入	2%	2%	1%	1%	长期股权投资	5	12	12	12
管理费用	204	261	334	419	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	16565	16889	17422	17855
研发费用	119	164	207	258	无形资产	782	767	751	734
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	0	0	0	0
财务费用	287	433	385	345	递延所得税资产	586	586	586	586
%营业收入	3%	3%	2%	1%	其他非流动资产	11669	9428	8853	9043
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	38320	36659	38133	41229
信用减值损失	-3	0	0	0	短期贷款	4234	1000	1100	1210
公允价值变动收益	-2	0	0	0	应付款项	520	873	1011	1203
投资收益	-1	15	20	20	预收账款	0	233	144	211
营业利润	6	-222	613	1379	应付职工薪酬	289	630	723	835
%营业收入	0%	-1%	3%	6%	应交税费	223	331	404	507
营业外收支	10	50	50	50	其他流动负债	4410	4680	5009	5327
利润总额	16	-172	663	1429	流动负债合计	9675	7747	8390	9293
%营业收入	0%	-1%	4%	6%	长期借款	9472	9972	9772	9472
所得税费用	-21	61	-367	-1065	应付债券	0	0	0	0
净利润	37	-233	1030	2494	递延所得税负债	39	39	39	39
归属于母公司所有者的净利润	39	-233	1030	2494	其他非流动负债	5387	5387	5387	5387
少数股东损益	-2	0	0	0	负债合计	24573	23145	23589	24191
EPS (元)	0.04	-0.25	1.12	2.72	归属于母公司所有者权益	13747	13514	14544	17038
					少数股东权益	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					股东权益	13747	13514	14544	17038
	2021A	2022E	2023E	2024E	负债及股东权益	38320	36659	38133	41229
经营活动现金流净额	1684	3245	4156	5909					
取得投资收益收回现金	0	15	20	20	基本指标				
长期股权投资	0	-8	0	0		2021A	2022E	2023E	2024E
资本性支出	-3615	-1627	-1925	-1925	每股收益	0.04	(0.25)	1.12	2.72
其他	-2348	1356	-407	-1308	每股经营现金流	1.84	3.54	4.54	6.45
投资活动现金流净额	-5963	-263	-2313	-3213	市盈率	1330.93	—	40.92	16.90
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.79	3.12	2.90	2.47
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	54.96	54.45	27.28	17.75
银行贷款增加(减少)	10385	-2734	-100	-190	总资产收益率	0.1%	-0.6%	2.7%	6.0%
筹资成本	-478	-565	-525	-516	净资产收益率	0.3%	-1.7%	7.1%	14.6%
其他	-7587	0	0	0	净利率	0.4%	-1.5%	5.4%	10.5%
筹资活动现金流净额	2320	-3298	-625	-706	资产负债率	64.1%	63.1%	61.9%	58.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-2011	-317	1218	1990	总资产周转率	0.28	0.42	0.50	0.58

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。