

交通运输

2020 年 08 月 31 日

春秋航空 (601021)

——二季度归母净亏损环比收窄 20.3%，持续关注后续经营恢复情况

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2020 年 08 月 28 日

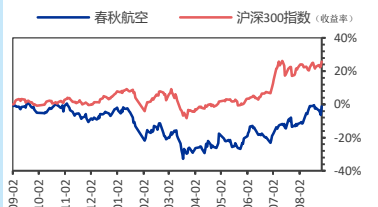
收盘价（元） 44.39
 一年内最高/最低（元） 46.12/28.88
 市净率 2.9
 息率（分红/股价） 0.45
 流通 A 股市值（百万元） 40682
 上证指数/深证成指 3403.81/13851.32

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020 年 06 月 30 日

每股净资产（元） 15.58
 资产负债率% 54.66
 总股本/流通 A 股（百万） 916/916
 流通 B 股/H 股（百万） -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《春秋航空（601021）点评：长期成长动能未减，收益调整效果卓越》 2019/04/19
 《春秋航空（601021）深度：先发优势决定长期空间，长期配置价值凸显》 2019/02/19

证券分析师

闫海 A0230519010004
 yanhai@swsresearch.com

联系人

闫海
 (8621)23297818×23297717
 yanhai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **春秋航空上半年归母净利润同比由盈转亏，但二季度归母净亏损环比收窄 20.3%**：2020 上半年航空业因新冠肺炎疫情受到巨大冲击，公司营收同比下降 43.4%至 40.45 亿元，录得归母净亏损 4.09 亿元，同比由盈转亏（1H19 归母净利润为 8.54 亿元）。今年二季度国际疫情遏制较慢但国内疫情逐步缓解，公司迅速调整经营策略，大幅减少国际运力并发力国内市场，Q2 归母净亏损环比收窄 20.3%至 1.81 亿元，基本与预期一致。考虑到今年下半年国际市场新冠肺炎疫情及地缘政治的不确定性，我们下调 2020E-2021E 归母净利润至-4.59 亿元及 11.62 亿元（原预测为 24.56 亿元及 29.35 亿元），同时新增 2022E 归母净利润预测为 16.90 亿元，2021E-2022E 盈利预测对应现价 PE 为 35 倍、24 倍。考虑到公司 2020E PB 值为 2.5，低于过去三年 PB 平均值 2.8，且当前公司已处于业绩底部，随着国内航班量及出行需求持续回暖，油价低位及票价由当前价格洼地的一定回升将利好公司业绩，同时公司领先行业的低成本模式将平滑周期影响，公司下半年或能领先行业实现盈利能力的逐步修复，未来两年业绩向上弹性大，维持“增持”评级。
- **二季度国内运力供给及需求涨幅环比飙升，但单位收益承压，货运业务实现同比大幅增长**：今年上半年公司总体运力投放及总体旅客周转量分别同比降 24%及 38.8%，总体客座率同比降 17.8pct 至 73.9%；Q2 在国际疫情遏制较慢时，公司调减国际运力并迅速转回至国内市场，使公司 Q2 国内运力环比大幅增长 45.6%，国内旅客周转量环比飙升 51.5%，超过运力增幅，带动 Q2 国内客座率环比稳健提升 2.9pct 至 75.5%。客公里收益方面，国内多家航司推出低价机票促进市场需求，上半年公司国内客公里收益同比下降 16.1%至 0.30 元，但国际及港澳台地区客公里收益同比大幅上涨 34.2%至 0.52 元，使 2020 上半年总体客公里收益同比下降 9.1%至 0.33 元。货运方面，今年上半年公司积极通过客改货等措施，使货运收入同比增长 43.6%至 7900 万元。
- **成本控制得当，低成本模式有望平滑周期影响**：公司上半年在航班大幅削减，在固定成本刚性的情况下，受益于油价同比下降，仍实现单位营业成本同比降 0.4%至 0.30 元，成本管控方面行业领先。此外，公司单位销售成本同比下降 8.9%至 0.0055 元，单位管理费用同比小幅上升 3%至 0.0040 元。我们预计今年下半年票价端不会出现显著改善，但公司成本端的优势有望助其平滑周期影响。
- **未来预期**：目前国外疫情形式仍恢复较慢，预计下半年国内航空市场仍持续平稳恢复，公司受益于主要经营国内航线，且在提升票价精细化管理水平的同时陆续推出航空衍生品产品以增加收入，叠加低成本模式平滑周期影响，下半年业绩有望得到持续改善。
- **风险提示**：宏观经济增速大幅下降；油价大幅上涨；汇率波动较大；疫情恢复不及预期。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	14,804	4,045	9,846	13,196	15,180
同比增长率（%）	12.9	-43.4	-33.5	34.0	15.0
归母净利润（百万元）	1,841	-409	-459	1,162	1,690
同比增长率（%）	22.5	-	-124.9	-	45.5
每股收益（元/股）	2.01	-0.45	-0.50	1.27	1.84
毛利率（%）	11.4	-15.7	-11.0	6.9	10.5
ROE（%）	12.2	-2.9	-3.2	7.4	9.7
市盈率	22	-89	35	24	

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元，百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,114	14,804	9,846	13,196	15,180
其中：营业收入	13,114	14,804	9,846	13,196	15,180
减：营业成本	11,844	13,115	10,925	12,291	13,587
减：税金及附加	15	17	12	16	18
主营业务利润	1,254	1,672	-1,091	889	1,575
减：销售费用	260	261	174	233	268
减：管理费用	202	182	121	162	186
减：研发费用	105	125	83	112	128
减：财务费用	84	110	6	-16	33
经营性利润	604	993	-1,475	398	960
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	-32	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	-4	0	0	0
加：投资收益及其他	1,314	1,354	1,017	1,117	1,246
营业利润	1,918	2,311	-458	1,516	2,206
加：营业外净收入	84	93	0	0	0
利润总额	2,002	2,404	-458	1,516	2,206
减：所得税	499	566	0	356	519
净利润	1,503	1,838	-458	1,160	1,687
少数股东损益	0	-3	1	-2	-3
归属于母公司所有者的净利润	1,503	1,841	-459	1,162	1,690
全面摊薄总股本	917	917	916	916	916
每股收益（元）	1.67	2.01	-0.50	1.27	1.84

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysec.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysec.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。