

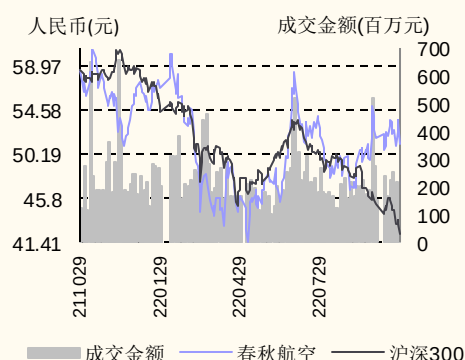
春秋航空 (601021.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 51.23 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.16
已上市流通 A 股(亿股)	9.16
总市值(亿元)	469.50
年内股价最高最低(元)	60.75/41.41
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



相关报告

- 1.《Q2 疫情影响供需，盈利承压明显-春秋航空半年报点评》，2022.8.31
- 2.《盈利韧性出众，长期成长可期-春秋航空深度报告》，2022.6.29

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001
zhengshuming@gjzq.com.cn

王凯婕 分析师 SAC 执业编号: S1130522070001
wangkaijie@gjzq.com.cn

Q3 盈利再度承压，业绩降幅环比收窄

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,373	10,858	9,008	18,735	24,059
营业收入增长率	-36.7%	15.8%	-17.0%	108.0%	28.4%
归母净利润(百万元)	-588	39	-2,091	1,885	2,823
归母净利润增长率	-132.0%	-106.6%	-5445.8%	N/A	49.8%
摊薄每股收益(元)	-0.642	0.043	-2.281	2.057	3.080
每股经营性现金流净额	0.90	1.84	-0.25	5.52	6.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	-4.1%	0.3%	-18.1%	14.2%	17.9%
P/E	N/A	1,330.93	N/A	24.91	16.63
P/B	3.58	3.79	4.06	3.54	2.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 10 月 28 日，春秋航空发布 2022 年第三季度报告。2022 年前三季度营业收入为 66.05 亿元，同比下降 23.5%；归母净利润为-17.37 亿元，2021 年同期为盈利 1.59 亿元；2022Q3 营业收入为 29.51 亿元，同比下降 7.3%；归母净利润为-4.92 亿元，2021 年同期为盈利 1.49 亿元。

分析

- 疫情影响超过去年同期，Q3 营收同比回落。Q3 国内疫情反复，持续程度超过 2021 年，暑运旺季消失且 9 月供需下滑明显。Q3 公司周转下降明显，ASK 同比下降 9%。需求表现较弱，RPK 同比下降 17%，客座率为 78%，同比下降 7pct。燃油附加费征收及国际票价同比上涨，估算 Q3 客公里收益延续同增趋势。综合影响下 2022Q3 公司营业收入同比下降 7.3%。
- Q3 油价维持高位，盈利再度承压。Q3 国内航油出厂价维持高位，环比增长 10%，同比增长 93%，叠加 ASK 同比下降，导致成本端承压。Q3 公司单位座公里营业成本同比上升 31%至 0.37 元，营业成本同比上升 19%。费用率方面，Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.7%、1.6%、1.1%、5.9%，合计增长 2pct，其中财务费用率增长 2.2pct，主要系 Q3 人民币贬值 6%带来汇兑损失。2022Q3 公司净亏损为 4.92 亿元，同比下降 6.4 亿元，由于 Q3 疫情影响弱于 Q2，业绩降幅环比明显收窄。
- 新航季时刻增速领跑，成长性继续凸显。2022 年冬春航季公司每周客运航班量（不含国际）为 4144 班，同比增长 6.2%，增速高于其他上市航司。截至 9 月公司机队规模为 116 架，较年初净增 3 架，增速亦领跑。考虑公司已积极获取二线机场时刻增量，航网边际改善，单机盈利能力有望提升。疫情影响消除后，公司量价有望明显增长，成长属性将再次凸显。

投资建议

- 考虑 2022Q3 疫情影响超出先前假设，下调公司 2022 年净利预测至-20.9 亿元（原-13.9 亿元），维持 2023-24 年净利预测 18.8 亿元、28.2 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超预期风险，汇率波动风险，油价上涨风险，增发摊薄风险，安全事故风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	14,804	9,373	10,858	9,008	18,735	24,059
增长率		-36.7%	15.8%	-17.0%	108.0%	28.4%
主营业务成本	-13,115	-9,976	-11,331	-11,541	-16,227	-20,297
%销售收入	88.6%	106.4%	104.4%	128.1%	86.6%	84.4%
毛利	1,689	-603	-473	-2,533	2,509	3,762
%销售收入	11.4%	n.a	n.a	n.a	13.4%	15.6%
营业税金及附加	-17	-14	-21	-18	-37	-48
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-261	-206	-219	-180	-356	-433
%销售收入	1.8%	2.2%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
管理费用	-182	-159	-204	-180	-244	-289
%销售收入	1.2%	1.7%	1.9%	2.0%	1.3%	1.2%
研发费用	-125	-107	-119	-108	-206	-241
%销售收入	0.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	1,104	-1,089	-1,035	-3,019	1,666	2,752
%销售收入	7.5%	n.a	n.a	n.a	8.9%	11.4%
财务费用	-110	-80	-287	-714	-675	-676
%销售收入	0.7%	0.9%	2.6%	7.9%	3.6%	2.8%
资产减值损失	-36	-349	-3	0	0	0
公允价值变动收益	-16	-1	-2	-34	0	0
投资收益	12	-379	-1	-9	0	0
%税前利润	0.5%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	2,311	-626	6	-2,751	2,480	3,714
营业利润率	15.6%	n.a	0.1%	n.a	13.2%	15.4%
营业外收支	93	21	10	0	0	0
税前利润	2,404	-605	16	-2,751	2,480	3,714
利润率	16.2%	n.a	0.1%	n.a	13.2%	15.4%
所得税	-566	13	21	660	-595	-891
所得税率	23.5%	n.a	-132.7%	n.a	24.0%	24.0%
净利润	1,838	-591	37	-2,091	1,885	2,823
少数股东损益	-3	-3	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,841	-588	39	-2,091	1,885	2,823
净利率	12.4%	n.a	0.4%	n.a	10.1%	11.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,838	-591	37	-2,091	1,885	2,823
少数股东损益	-3	-3	-2	0	0	0
非现金支出	976	1,332	2,218	2,270	2,396	2,590
非经营收益	19	377	172	160	848	875
营运资金变动	602	-292	-744	-569	-71	-132
经营活动现金净流	3,436	826	1,684	-230	5,058	6,156
资本开支	-5,337	-4,357	-6,190	-3,913	-4,490	-4,490
投资	0	-731	-2	-49	0	0
其他	3,057	200	229	-9	0	0
投资活动现金净流	-2,280	-4,887	-5,963	-3,971	-4,490	-4,490
股权募资	6	0	0	-100	0	0
债权募资	427	4,784	1,739	3,965	2,643	-263
其他	1,121	816	580	-764	-1,037	-1,157
筹资活动现金净流	1,554	5,600	2,320	3,101	1,606	-1,420
现金净流量	2,725	1,460	-2,011	-1,099	2,175	246

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,719	9,192	7,260	5,979	7,982	8,066
应收款项	619	504	684	661	1,175	1,252
存货	169	218	213	190	222	222
其他流动资产	1,214	412	556	565	951	1,447
流动资产	9,720	10,325	8,714	7,396	10,330	10,988
%总资产	33.1%	31.8%	22.7%	18.8%	23.3%	23.4%
长期投资	1,087	899	1,022	1,022	1,022	1,022
固定资产	17,086	19,169	21,965	24,666	27,461	29,922
%总资产	58.2%	59.1%	57.3%	62.7%	61.9%	63.8%
无形资产	398	1,105	1,167	1,161	1,155	1,149
非流动资产	19,647	22,105	29,606	31,919	34,013	35,913
%总资产	66.9%	68.2%	77.3%	81.2%	76.7%	76.6%
资产总计	29,367	32,430	38,320	39,315	44,343	46,900
短期借款	5,416	8,083	7,301	10,351	12,872	12,487
应付款项	1,039	1,021	988	937	1,302	1,603
其他流动负债	2,195	1,785	1,386	899	1,294	1,476
流动负债	8,650	10,890	9,675	12,188	15,468	15,565
长期贷款	4,258	5,983	9,472	10,472	10,472	10,472
其他长期负债	1,418	1,377	5,427	5,099	5,151	5,070
负债	14,325	18,249	24,573	27,758	31,091	31,107
普通股股东权益	15,039	14,181	13,747	11,556	13,252	15,793
其中：股本	917	916	916	916	916	916
未分配利润	8,632	7,903	7,444	5,354	7,050	9,590
少数股东权益	3	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	29,367	32,430	38,320	39,315	44,343	46,900

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.01	-0.64	0.04	-2.28	2.06	3.08
每股净资产	16.40	15.47	15.00	12.61	14.46	17.23
每股经营现金净流	3.75	0.90	1.84	-0.25	5.52	6.72
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00	0.21	0.31
回报率						
净资产收益率	12.2%	-4.1%	0.3%	-18.1%	14.2%	17.9%
总资产收益率	6.3%	-1.8%	0.1%	-5.3%	4.3%	6.0%
投入资本收益率	3.4%	-3.8%	-7.9%	-7.1%	3.5%	5.4%
增长率						
主营业务收入增长率	12.9%	-36.7%	15.8%	-17.0%	108.0%	28.4%
EBIT增长率	60.5%	-198.7%	-5.0%	191.6%	-155.2%	65.2%
净利润增长率	22.5%	-132.0%	-106.6%	-5445.8%	N/A	49.8%
总资产增长率	10.5%	10.4%	18.2%	2.6%	12.8%	5.8%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.0	3.6	2.7	2.8	2.9	3.0
存货周转天数	4.1	7.1	6.9	6.0	5.0	4.0
应付账款周转天数	18.5	25.8	19.4	19.0	18.8	18.5
固定资产周转天数	284.7	504.6	556.8	760.4	420.0	364.4
偿债能力						
净负债/股东权益	14.3%	34.4%	69.2%	128.3%	115.8%	94.2%
EBIT利息保障倍数	10.0	-13.7	-3.6	-4.2	2.5	4.1
资产负债率	48.78%	56.27%	64.13%	70.61%	70.11%	66.33%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	28	40	93
增持	0	2	9	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.29	1.24	1.23	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402