

供给快速增长，客座率上升 打开提价空间

春秋航空 (601021)

事件

春秋航空公布 5 月主要运营数据

春秋航空公布 5 月主要运营数据，公司当月 ASK 为 36.47 亿人公里，同比增长 11.01%，累计 ASK 为 172.64 亿人公里，同比增长 9.21%；当月 RPK 为 33.09 亿人公里，同比增长 14.56%，累计 RPK 为 158.34 亿人公里，同比增长 12.57%。客座率方面，公司 5 月客座率为 90.74%，同比提升 2.81 个百分点，1-5 月累计客座率为 91.72%，同比提升 2.74 个百分点。

另外，公司于 5 月以经营性租赁方式新引进 1 架空客 A320neo 飞机，新增航线：深圳=名古屋（天天班）。

简评

客座率同比提升，行业供需格局改善打开票价上涨空间

2019 年前 5 个月，公司客座率为 91.72%，同比提升 2.74 个百分点，主要原因在于公司布局的新基地（如扬州、宁波等）正不断走向成熟，从而带来客座率的提升。在民航局票价改革推动行业票价稳步提升的情况下，公司也采取了以客座率换取单位客公里收益的策略，即在客座率保持合理水平的情况下适当提高票价，使得票价提升带来的收益能够超过客座率下降带来的损失，如 2018 年公司客运人公里收益为 0.370 元，同比 2017 年提升 0.024 元。另外，今年 737MAX 事件也对行业供给端造成了一定影响，可能会对行业整体票价有一定提升作用。

油汇敏感性低，经营较为稳健

2018 年燃油价格上涨叠加人民币贬值对整个航空行业的盈利都造成了一定影响，但公司归母净利润反而实现了 19.12% 的增速，说明公司对油汇的敏感性较低，整体经营较为稳健。燃油成本敏感性较低的原因一方面在于其客座率较高，导致单位航班的燃油附加费多，从而能够通过附加费转移大量的成本，另一方面在于公司通过信息化手段做了很多节油工作，小时油耗也在不断下降。外汇敞口方面，公司通过持有美元资产对冲部分美元负债，如 2018 年底公司美元负债为 28.1 亿元等值人民币，美元资产则为 18.3 亿元等值人民币，同时公司还采用期权等远期金融产品规避汇率波动的影响，因此公司业绩对于汇率的敏感性也较低。

首次评级

买入

万炜,CFA

wanwei@csc.com.cn

021-68821626

执业证书编号：S1440514080001

研究助理：高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

研究助理：任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2019 年 06 月 14 日

当前股价：44.09 元

目标价格 6 个月：53 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.04/5.8	27.31/31.15	12.73/17.29

12 月最高/最低价 (元) 45.8/29.51

总股本 (万股) 91,689.77

流通 A 股 (万股) 91,646.27

总市值 (亿元) 404.26

流通市值 (亿元) 404.07

近 3 月日均成交量 (万) 496.02

主要股东

上海春秋国际旅行社 (集团) 有限公司 54.97%

股价表现



相关研究报告

民航发展基金征收标准减半，首次覆盖给予买入评级

今年4月份，国务院常务会议决定将民航发展基金征收标准降低一半，自7月1日开始执行。此次降低民航发展基金征收标准将使得国内航空公司的成本有所下降，从公司2018年的数据来看，公司上交的民航发展基金达到3.31亿元，占公司18年利润总额比重达到16.5%，降低基金征收标准对公司利润影响较大。但考虑到这一政策自今年7月1日起开始执行，我们预计该政策对今年营业利润的影响大概在0.94亿元，19、20年公司上交的民航发展基金分别为2.81亿元、2.12亿元。

我们预计，2019-2021年公司将分别实现营业收入149.32亿元、173.58亿元、190.56亿元，实现归母净利润19.00亿元、22.57亿元、27.22亿元，对应EPS分别为2.07元、2.46元、2.97元，首次覆盖给予买入评级。

表1：春秋航空盈利预测（百万元，元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10970.6	13114.0	14931.5	17357.8	19056.1
营业成本	9638.3	11844.4	13141.7	15247.1	16463.6
营业税金及附加	14.3	15.5	17.6	20.5	22.5
营业费用	298.4	259.8	272.0	276.7	269.5
管理费用	251.4	201.7	201.7	201.7	201.7
研发费用	0.0	104.9	104.9	104.9	104.9
财务费用	191.8	83.7	202.1	237.2	222.9
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	-12.4	25.5	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-14.8	-21.4	-21.4	-21.4	-21.4
其他收益	1018.9	1303.4	1477.2	1674.2	1793.1
营业利润	1597.0	1918.4	2447.3	2922.5	3542.7
营业外收入	55.2	86.9	86.9	86.9	86.9
营业外支出	0.8	3.0	3.0	3.0	3.0
利润总额	1651.3	2002.3	2531.2	3006.5	3626.6
所得税	389.7	499.5	631.4	749.9	904.6
净利润	1261.6	1502.8	1899.8	2256.5	2722.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	1261.6	1502.8	1899.8	2256.5	2722.0
EPS（摊薄）	1.58	1.64	2.07	2.46	2.97

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

万炜,CFA: 公用事业与环保研究员, 华中科技大学经济学硕士, 2014 年加入中信建投证券研究所, 2015 年、2016 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队成员, 2017 年新财富电力公用事业入围。

研究助理 高兴: 华中科技大学工学学士, 清华大学热能工程系硕士, 三年电力设备行业工作经验, 2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券, 现任电力公用事业研究助理。

研究助理 任佳玮: 南京大学经济学学士, 复旦大学金融硕士, 2018 年加入中信建投证券, 现任电力公用事业研究助理。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅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本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859