

公司研究/动态点评

2020年02月16日

交通运输/航空运输 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 39.26
合理价格区间(元): 50.48~54.09

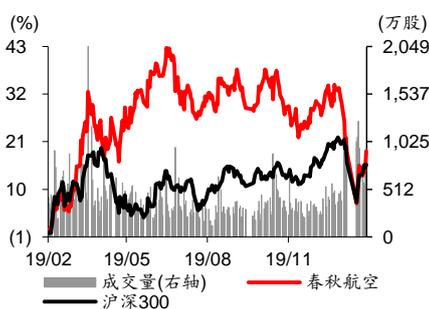
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

黄凡洋 执业证书编号: S0570519090001
研究员 +86 21 28972065
huangfanyang@htsc.com

相关研究

- 1 《春秋航空(601021 SH,买入): 收益水平持续提升, 业绩符合预期》2019.10
- 2 《春秋航空(601021 SH,买入): 座收提升行业领先, 维持“买入”》2019.08
- 3 《春秋航空(601021,买入): 1Q 座收同比增长, 业绩略好于预期》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

需求受疫情冲击, 客座率大幅下滑

春秋航空(601021)

疫情影响公司需求, 整体客座率同比大幅下滑 7.9pct, 维持“买入”

春秋航空公告 2020 年 1 月经营数据, 新冠病毒对于公司需求端的影响 1 月已有所体现, 可用座公里同增 17.4%, 收入客公里同增 7.1%, 客座率 82.4%, 同降 7.9pct。预计短期内民航需求面临大幅下降的风险, 对业绩造成较大冲击, 回暖需要等待疫情缓解, 我们下调 2019E/20E 年净利润预测值至 18.4/18.3 亿, 更新目标价区间为 50.48~54.09 元, 维持“买入”。

运力增速维持高位, 客座率同比大幅下滑

新型冠状病毒疫情对民航旅客出行影响明显, 1 月下旬已开始有所体现。据民航局披露, 1 月份民航共完成旅客运输量 5060.2 万人次, 同比下降 5.3%。公司作为低成本航空龙头, 需求端受到抑制, 1 月 RPK 同增 7.1%, 增速较上月下滑 6.3pct。供给端公司尚未进行充分反应削减运力, 1 月同增 17.4%, 增速较上月提升 2.5pct。虽然公司客座率 82.4% 依然行业领先, 但供需错配使得公司客座率同比大幅下滑 7.9pct。

新增运力主要投放国际线, 国内线需求同比负增长

由于 19/20 冬春航季, 公司新开较多国际航线, 且国际线运力调整相对较不灵活, 公司 1 月国际线供给仍大幅增长, 同增 47.9%, 需求同增 31.6%, 同比拉低国际线客座率 9.9pct, 至 80.0%。国内线供给同增 3.6%, 相比上月下降 1.6pct, 但疫情影响使得需求同降 3.5%, 客座率同降 6.2pct 至 84.1%, 为上市以来最低。另外, 地区航线受区域事件影响尚未恢复, 叠加此次疫情影响, 客座率下滑幅度扩大, 同降 11.8pct 至 79.4%。

低成本航空龙头, 等待疫情解除需求回暖

据交通运输部数据, 2 月 1 日-14 日, 民航共累计发送旅客仅 380 万人次, 公历同比下滑 84.5%, 预计 2 月受疫情影响将更为严重。不过民航出行需求仍处于高速发展阶段, 并且公司作为低成本航空龙头, 需求韧性更强, 在疫情缓解后, 预计公司需求端将快速回暖。另外, 国常会提出自 2020 年 1 月 1 日起免征民航企业缴纳的民航发展基金, 2019 年上半年, 春秋缴纳民航发展基金 1.75 亿, 占比利润总额 15.3%, 或将部分缓解业绩压力。

下调盈利预测, 调整目标价区间至 50.48~54.09 元, 维持“买入”评级

短期内受到新冠疫情影响, 公司业绩压力较大, 下调 2019E/20E/21E 年净利润预测值 1.6%/28.2%/21.7% 至 18.4/18.3/24.7 亿。参考公司 16-19 年估值倍数(均值为 3.0x PB), 给予 2.8-3.0x 2020PB(预测 2020 年 BPS 为 18.03 元), 调整目标价区间 50.48~54.09 元人民币。不过长期看, 春秋航空作为国内低成本航空龙头, 需求具有韧性, 看好公司抗周期性扰动的能力, 维持“买入”评级。

风险提示: 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 经济增速放缓, 疫情影响程度超预期, 补贴下滑超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	916.73
流通 A 股 (百万股)	916.46
52 周内股价区间 (元)	33.19-47.14
总市值 (百万元)	35,991
总资产 (百万元)	29,391
每股净资产 (元)	16.21

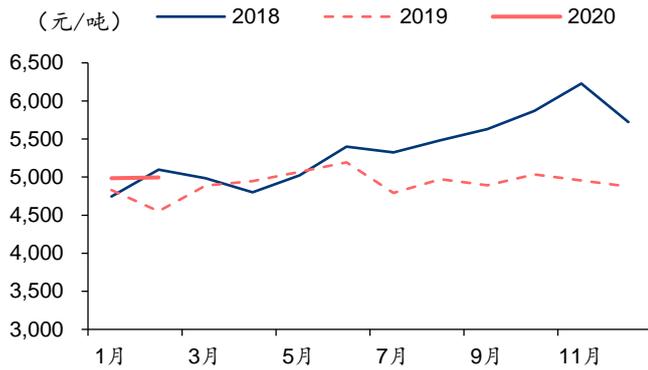
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,971	13,114	14,815	15,723	19,468
+/-%	30.15	19.54	12.97	6.13	23.82
归属母公司净利润 (百万元)	1,262	1,503	1,835	1,828	2,468
+/-%	32.73	19.12	22.09	(0.35)	34.98
EPS (元, 最新摊薄)	1.38	1.64	2.00	1.99	2.69
PE (倍)	32.54	27.32	22.37	22.45	16.63

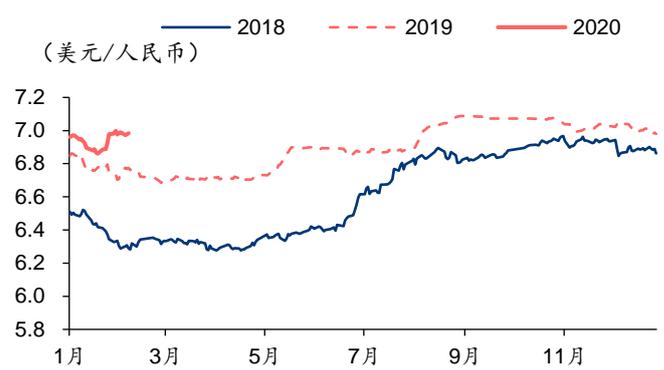
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 航空煤油出厂价(含税)



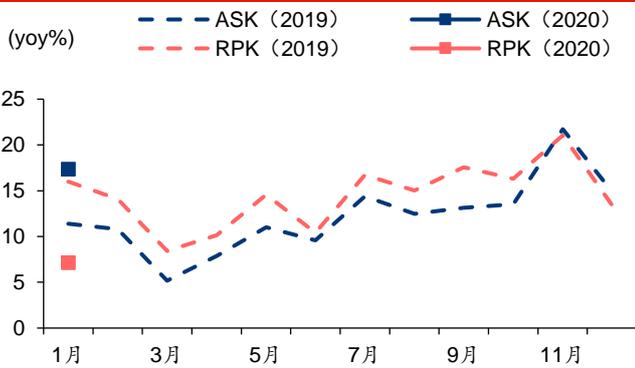
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 美元兑人民币中间价



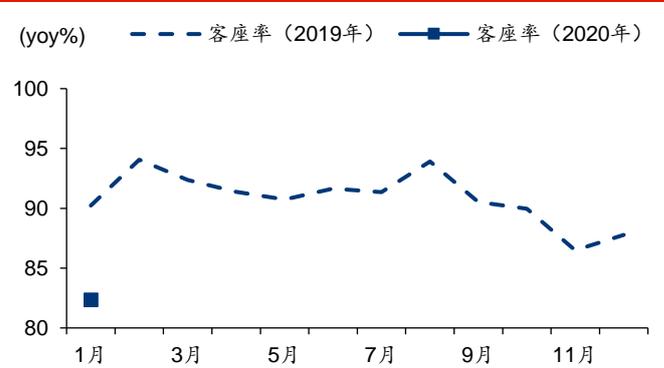
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 春秋航空月供给、需求增幅变化图(2019年-2020年1月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 春秋航空月客座率变化图(2019年-2020年1月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

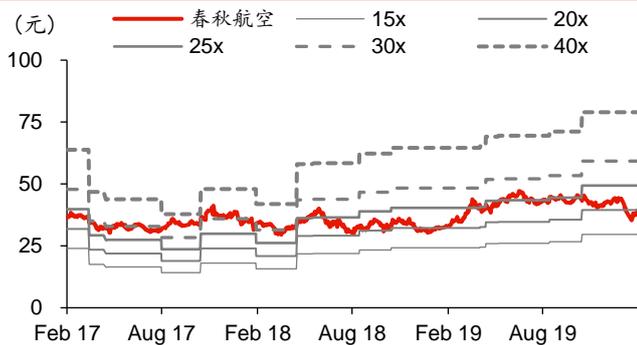
图表5: 盈利预测关键假设汇总

		2019E	2020E	2021E	主要指标调整说明
客公里收入 (人民币/客公里)	原预测	0.37	0.37	0.37	
	新预测	0.36	0.36	0.37	
	(+/-%)	-2.0	-1.5	-1.2	疫情以及日本线投入过快, 调低客公里收入
客运周转量 (百万)	原预测	39,768	45,478	52,022	
	新预测	39,625	41,661	51,458	
	(+/-%)	-0.4	-8.4	-1.1	疫情影响, 调低2020年RPK增速。
客座率 (%)	原预测	91.39%	91.37%	91.34%	
	新预测	90.76%	87.71%	90.67%	
	(+/-pp)	-0.7	-4.0	-0.7	疫情影响, 调低2020年客座率。
主营业务收入 (人民币 百万)	原预测	14,996	17,301	19,889	
	新预测	14,815	15,723	19,468	
	(+/-%)	-1.2	-9.1	-2.1	
燃油成本 (人民币 百万)	原预测	4132	4485	4898	
	新预测	4130	4332	5184	
	(+/-%)	0.0	-3.4	5.8	
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	12974	14891	16836	
	新预测	12868	14280	17280	
	(+/-%)	-0.8	-4.1	2.6	燃油成本压力降低
净利润 (人民币 百万)	原预测	1,865	2,547	3,151	
	新预测	1,835	1,828	2,468	
	(+/-%)	-1.6	-28.2	-21.7	
每股盈利 (人民币)	原预测	2.03	2.78	3.44	
	新预测	2.00	1.99	2.69	
	(+/-%)	-1.4	-28.3	-21.7	

资料来源: 华泰证券研究所

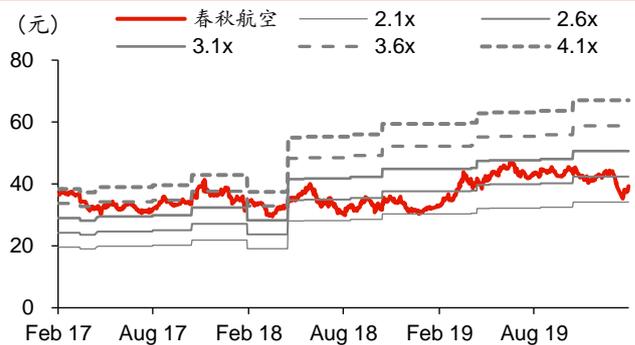
PE/PB - Bands

图表6: 春秋航空历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 春秋航空历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,623	9,141	7,921	8,290	9,619
现金	4,269	4,893	6,829	7,120	8,263
应收账款	85.21	122.85	138.79	147.29	182.38
其他应收账款	1,690	3,422	39.04	41.43	51.30
预付账款	357.93	424.59	461.29	511.91	619.44
存货	92.89	123.93	134.64	149.42	180.80
其他流动资产	127.96	155.02	318.42	320.26	322.29
非流动资产	13,979	17,434	19,290	20,812	22,604
长期投资	20.80	31.52	96.52	163.52	233.52
固定投资	10,691	10,454	14,099	15,931	17,198
无形资产	65.77	67.09	62.77	58.45	54.14
其他非流动资产	3,201	6,881	5,032	4,659	5,119
资产总计	20,602	26,575	27,211	29,103	32,224
流动负债	5,449	6,936	6,120	6,359	7,086
短期借款	1,641	2,695	1,895	1,845	1,795
应付账款	426.38	599.89	651.74	723.26	875.19
其他流动负债	3,382	3,641	3,573	3,790	4,416
非流动负债	6,689	6,314	6,114	6,214	6,414
长期借款	3,410	2,984	2,784	2,884	3,084
其他非流动负债	3,280	3,330	3,330	3,330	3,330
负债合计	12,139	13,251	12,234	12,573	13,501
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	800.58	916.90	916.73	916.73	916.73
资本公积	1,554	4,897	4,898	4,898	4,898
留存公积	6,121	7,453	9,104	10,657	12,851
归属母公司股东权益	8,464	13,325	14,976	16,529	18,723
负债和股东权益	20,602	26,575	27,211	29,103	32,224

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,302	2,896	6,300	3,146	4,312
净利润	1,262	1,503	1,835	1,828	2,468
折旧摊销	795.40	877.07	1,028	1,252	1,417
财务费用	191.77	83.71	28.45	(90.90)	(106.41)
投资损失	14.80	21.39	(15.00)	(17.00)	(20.00)
营运资金变动	123.83	441.95	(235.50)	(212.54)	(593.37)
其他经营现金	(85.70)	(31.17)	3,659	386.32	1,147
投资活动现金	(2,730)	(5,513)	(2,843)	(2,731)	(3,164)
资本支出	2,554	3,171	2,500	2,500	2,500
长期投资	12.94	862.18	50.00	50.00	50.00
其他投资现金	(163.70)	(1,480)	(292.99)	(181.25)	(613.54)
筹资活动现金	54.53	3,148	(1,531)	(134.33)	(17.84)
短期借款	435.63	1,055	(800.00)	(50.00)	(50.00)
长期借款	(454.17)	(425.48)	(200.00)	100.00	200.00
普通股增加	0.00	116.32	(0.17)	0.00	0.00
资本公积增加	4.77	3,344	0.17	0.00	0.00
其他筹资现金	68.29	(940.69)	(531.39)	(184.33)	(167.84)
现金净增加额	(469.65)	581.31	1,925	280.19	1,130

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,971	13,114	14,815	15,723	19,468
营业成本	9,638	11,844	12,868	14,280	17,280
营业税金及附加	14.34	15.46	17.46	18.53	22.95
营业费用	298.42	259.79	293.49	311.47	385.67
管理费用	187.08	201.72	346.41	367.64	455.22
财务费用	191.77	83.71	28.45	(90.90)	(106.41)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(12.35)	25.54	25.54	25.54	25.54
投资净收益	(14.80)	(21.39)	15.00	17.00	20.00
营业利润	1,597	1,918	2,359	2,344	3,190
营业外收入	55.16	86.93	86.48	92.30	98.63
营业外支出	0.79	3.00	1.00	0.00	0.00
利润总额	1,651	2,002	2,445	2,436	3,288
所得税	389.75	499.46	609.80	607.63	820.21
净利润	1,262	1,503	1,835	1,828	2,468
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,262	1,503	1,835	1,828	2,468
EBITDA	2,639	2,963	3,501	3,597	4,599
EPS (元, 基本)	1.38	1.64	2.00	1.99	2.69

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	30.15	19.54	12.97	6.13	23.82
营业利润	351.19	20.13	22.98	(0.66)	36.09
归属母公司净利润	32.73	19.12	22.09	(0.35)	34.98
获利能力 (%)					
毛利率	12.14	9.68	13.14	9.17	11.24
净利率	11.50	11.46	12.39	11.63	12.68
ROE	14.91	11.28	12.25	11.06	13.18
ROIC	10.89	11.89	12.86	11.36	14.93
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.92	49.86	44.96	43.20	41.90
净负债比率 (%)	54.77	52.82	46.42	45.57	43.55
流动比率	1.22	1.32	1.29	1.30	1.36
速动比率	1.20	1.30	1.27	1.28	1.33
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.56	0.55	0.56	0.63
应收账款周转率	103.02	126.06	113.25	109.92	118.11
应付账款周转率	25.63	23.08	20.56	0.00	21.62
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.38	1.64	2.00	1.99	2.69
每股经营现金流(最新摊薄)	2.51	3.16	6.87	3.43	4.70
每股净资产(最新摊薄)	9.23	14.54	16.34	18.03	20.42
估值比率					
PE (倍)	32.54	27.32	22.37	22.45	16.63
PB (倍)	4.85	3.08	2.74	2.48	2.19
EV_EBITDA (倍)	15.38	15.38	12.09	11.70	8.94

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com