

春秋航空

601021

买入 (维持)

收益水平逆势提升，经营业绩稳步增长

2019年09月12日

市场数据

市场数据日期	2019-09-11
收盘价(元)	43.53
总股本(百万股)	916.74
流通股本(百万股)	916.46
总市值(百万元)	39905.81
流通市值(百万元)	39893.62
净资产(百万元)	14109.6
总资产(百万元)	27847.34
每股净资产	15.39

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13114	14836	17405	20631
同比增长	19.5%	13.1%	17.3%	18.5%
净利润(百万元)	1503	1808	2238	2887
同比增长	19.1%	20.3%	23.8%	29.0%
毛利率	9.7%	11.6%	13.3%	14.6%
净利率	11.5%	12.2%	12.9%	14.0%
净资产收益率(%)	11.3%	12.0%	13.1%	14.6%
每股收益(元)	1.64	1.97	2.44	3.15
每股经营现金流(元)	3.16	3.27	3.44	4.41

相关报告

《春秋航空 2019 年一季报点评：监管最艰难的日子过去，量价有望实现齐升》2019-05-10

《春秋航空 2018 年年报点评：收益水平大幅提升，全年业绩实现较快增长》2019-05-09

《春秋航空 2018 年中报点评：航线结构调整已趋完善，提价政策效果显著》2018-09-03

分析师：

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

孙修远

sunxyys@xyzq.com.cn

S0190518070002

投资要点

- **春秋航空发布 2019 年中报：**春秋航空上半年实现营业收入 71.49 亿元，同比增长 12.9%，归母净利润 8.54 亿元，同比增长 17.52%，扣非后归属上市公司股东的净利润 7.25 亿元，同比增长 15.3%，合基本每股收益 0.93 元，同比增长 12.05%。其中 Q2 春秋航空实现营业收入 35.09 亿元，同比增长 13.14%，归母净利润 3.79 亿元，同比增长 11.21%，扣非后归属上市公司股东的净利润 2.648 亿元，同比增长 10.75%，合基本每股收益 0.03 元。
- **上半年运力增长相对较慢。**2019 年上半年春秋投放客运运力 (ASK) 207.97 亿座公里，同比增长 9.28%，春秋航空作为典型的“供给决定需求”的公司，伴随运力增速和客座率的修复，后续的需求增速有望持续超预期。
- **在行业整体需求疲弱的背景下，春秋航空受益于公司收益管理策略的实施、运力增长有限航线结构下沉减缓以及公司低成本运行下大众化的消费属性，收益水平逆势提升。**春秋航空上半年客公里收益 0.36 元，同比增长 0.73%。
- **成本端，受起降费以及租赁成本等的增长，单位成本小幅提升。**2019 年上半年营业成本 61.83 元，同比增长 11.3%，单位营业成本为 0.30 元，较去年同期上升 1.9%，上半年公司毛利水平达到 11.94%，同比提升 0.48pts。
- **投资策略：**低成本航空空间广阔，业绩有望维持平稳较快增长。1) 伴随中国航空进入航空消费大众化阶段和民航局鼓励低成本航空发展，中国低成本航空迈入里程碑的发展新时代，发展潜力巨大(2018 年中国低成本航空份额近 9.7%)。春秋航空作为中国低成本航空领域的稀缺标的，将充分受益未来中国低成本市场的蓬勃发展。2) 春秋航空凭借精准的市场定位，优秀的管理能力，深入骨髓的成本控制能力以及在中国低成本航空市场的先规模优势，公司发展稳步推进，未来业绩有望维持平稳较快增长。我们认为春秋航空最有希望成为中国低成本航空的集大成者和领导者，继续看好其长期空间。调整 19-21 年春秋航空 EPS 分别为 1.97、2.44、3.15 元/股，对应 9 月 11 日股价 PE 分别为 22、18、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策执行的不确定性，行业供需失衡，宏观经济增长时速，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等不确定性事件

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **春秋航空发布 2019 年中报:** 春秋航空上半年实现营业收入 71.49 亿元, 同比增长 12.9%, 归母净利润 8.54 亿元, 同比增长 17.52%, 扣非后归属上市公司股东的净利润 7.25 亿元, 同比增长 15.3%, 合基本每股收益 0.93 元, 同比增长 12.05%。
- 其中 Q2 春秋航空实现营业收入 35.09 亿元, 同比增长 13.14%, 归母净利润 3.79 亿元, 同比增长 11.21%, 扣非后归属上市公司股东的净利润 2.648 亿元, 同比增长 10.75%, 合基本每股收益 0.03 元。

点评

- 上半年运力增长相对较慢。2019 年上半年春秋投放客运运力(ASK)207.97 亿座公里, 同比增长 9.28%, 其中国内航线投放客运运力 136.02 亿座公里, 同比增长 8.89%, 国际航线投放客运运力 64.73 亿座公里, 同比增长 8.84%, 地区航线投放客运运力 7.23 亿座公里, 同比增长 21.75%。上半年春秋实现旅客周转量 190.72 亿座公里, 同比增长 12.2%, 其中国内航线实现旅客周转量 125.77 亿座公里, 同比增长 10.15%, 国际航线实现旅客周转量 58.32 亿座公里, 同比增长 15.12%, 地区航线实现旅客周转量 6.63 亿座公里, 同比增长 29.1%。上半年公司客座率为 91.7%, 同比提升 2.39%, 国内航线客座率为 92.47%, 同比提升 1.06%, 国际航线客座率为 90.09%, 同比提升 4.91%, 地区航线客座率为 91.73%, 同比提升 5.22%。17 年下半年开始的行业强监管中, 作为民营航空的典型代表, 春秋航空飞机引进有所压制(当然也有运力延迟交付的因素), 运力增速有所下滑, 18 年净增仅 5 架飞机(年底机队规模达到 81 架), 而 19 年上半年已经引进 5 架飞机, 下半年计划引进 9 架, 同时考虑到飞机利用率的持续提升以及座位数更多的 A321 的引进, 春秋航空供给增速有望再次回升到行业领先水平。春秋航空作为典型的“供给决定需求”的公司, 伴随运力增速和客座率的修复, 后续的需求增速有望持续超预期。
- 在行业整体需求疲弱的背景下, 春秋航空受益于公司收益管理策略的实施、运力增长有限航线结构下沉减缓以及公司低成本运行下大众化的消费属性, 收益水平逆势提升。春秋航空上半年客公里收益 0.36 元, 同比增长 0.73%, 其中国内容公里收益 0.35 元, 同比增长 0.91%, 国际航线上, 泰国航线收益水平仍待复苏, 日韩航线则由于运力增投较大且过往票价基数较高而出现回调, 客公里收益 0.38 元, 同比微跌 0.09%, 地区客公里收益 0.41 元, 同比增长 0.65%。若考虑客座率的提升, 总体收益水平的提升幅度更加显著: 春秋航空上半年座公里收益 0.33 元, 同比增长 3.43%, 其中国内座公里收益 0.33 元, 同比增长 2.08%, 国际座公里收益 0.35 元, 同比增长 5.67%, 地区座公里收益 0.38 元, 同比增长 6.73%。

- **成本端，受起降费以及租赁成本等的增长，单位成本小幅提升。**2019 年上半年营业成本 61.83 元，同比增长 11.3%，单位营业成本为 0.30 元，较去年同期上升 1.9%，上升原因主要由于：
 - (1) 机场起降相关收费标准上涨使得单位起降费（起降费/可用座位公里）上升 13.0%；
 - (2) 空客 A320 NEO 机型飞机租赁价格较 CEO 机型飞机更高和人民币兑美元汇率同比贬值双重因素使得单位租赁成本（飞机及发动机租赁费/可用座位公里）上升 14.7%；此外，由于燃油效率提升、以及油价同比微跌，公司座公里燃油成本也同比略有下滑，受益于运行效率的提升，公司总体单位成本依然可控，除航油及起降费成本以外，2019 年上半年单位营业成本较去年同期下降 0.6%。在收益水平显著提升、单位成本小幅波动的情况，公司毛利水平达到 11.94%，同比提升 0.48pts。
- **网络建设持续推进，西北市场开拓加快。**在中国民航局“控总量、调结构”行业政策的延续下，2019 年上半年一二线机场新增时刻仍然相当紧张。为缓解运力投放的瓶颈，构建更为立体和多元化的航线网络和基地结构，公司近年来逐步将运力下沉至三四线城市，于 2016 年、2017 年和 2018 年相继在扬州扬泰机场、宁波栎社机场和揭阳潮汕机场设立战略发展基地，并于 2019 年上半年进入兰州中川国际机场，投入三架过夜飞机运力作为开拓西北市场的奠基石，提升西北区域的航网纵深，由此进一步完善国内基地布局和航线网络。但是由于运力增速总体下降，航线补贴同比有所下降。19 年上半年公司补贴收入 4.19 亿元，较去年同期的 4.80 亿元同比减少 12.67%，其中航线补贴 3.14 亿元，同比减少 18.5%，财政补贴 1.05 亿元，同比减少 11.2%。
- **投资策略：**低成本航空空间广阔，业绩有望维持平稳较快增长。1) 伴随中国航空进入航空消费大众化阶段和民航局鼓励低成本航空发展，中国低成本航空迈入里程碑的发展新时代，发展潜力巨大(2018 年中国低成本航空份额近 9.7%)。春秋航空作为中国低成本航空领域的稀缺标的，将充分受益未来中国低成本市场的蓬勃发展。2) 春秋航空凭借精准的市场定位，优秀的管理能力，深入骨髓的成本控制能力以及在中国低成本航空市场的先发规模优势，公司发展稳步推进，未来业绩有望维持平稳较快增长。我们认为春秋航空最有希望成为中国低成本航空的集大成者和领导者，继续看好其长期空间。调整 19-21 年春秋航空 EPS 分别为 1.97、2.44、3.15 元/股，对应 9 月 11 日股价 PE 分别为 22、18、14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策执行的不确定性，行业供需失衡，宏观经济增长时滞，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等不确定性事件

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9141	9873	11711	13983
货币资金	4893	5615	6556	8006
交易性金融资产	17	17	17	17
应收账款	123	127	156	181
其他应收款	3422	3343	4128	4812
存货	124	134	155	181
非流动资产	17434	17501	18500	19008
可供出售金融资产	987	520	753	637
长期股权投资	32	28	29	29
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	10454	15113	16378	17134
在建工程	4481	448	45	4
油气资产	0	0	0	0
无形资产	67	64	62	59
资产总计	26575	27375	30211	32991
流动负债	6936	4850	5588	5156
短期借款	2695	413	824	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	600	636	743	863
其他	3641	3801	4021	4293
非流动负债	6314	7495	7505	8002
长期借款	2984	2984	2984	2984
其他	3330	4511	4521	5018
负债合计	13251	12345	13093	13158
股本	917	917	917	917
资本公积	4897	4897	4897	4897
未分配利润	6974	8698	10741	13388
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	13325	15030	17118	19833
负债及权益合计	26575	27375	30211	32991

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1503	1808	2238	2887
折旧和摊销	877	935	1200	1346
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	64	60	62	61
公允价值变动损失	-26	-16	0	0
财务费用	37	152	187	207
投资损失	21	-33	-36	-39
少数股东损益	0	0	0	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13114	14836	17405	20631
营业成本	11844	13113	15085	17620
营业税金及附加	15	14	16	19
销售费用	260	246	331	371
管理费用	202	303	392	446
财务费用	84	152	187	207
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	26	-16	0	0
投资收益	-21	33	36	39
营业利润	1918	2314	2888	3753
营业外收入	87	97	97	97
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	2002	2411	2985	3850
所得税	499	603	746	962
净利润	1503	1808	2238	2887
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1503	1808	2238	2887
EPS(元)	1.64	1.97	2.44	3.15

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	19.5%	13.1%	17.3%	18.5%
营业利润增长率	20.1%	20.6%	24.8%	30.0%
净利润增长率	19.1%	20.3%	23.8%	29.0%
盈利能力				
毛利率	9.7%	11.6%	13.3%	14.6%
净利率	11.5%	12.2%	12.9%	14.0%
ROE	11.3%	12.0%	13.1%	14.6%

偿债能力

资产负债率	49.9%	45.1%	43.3%	39.9%
流动比率	1.32	2.04	2.10	2.71
速动比率	1.30	2.01	2.07	2.68

营运能力

资产周转率	55.6%	55.0%	60.5%	65.3%
应收帐款周转率	12588.3%	2750.0%	5510.3%	-

每股资料(元)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

营运资金的变动	442	135	-438	-355	每股收益	1.64	1.97	2.44	3.15
经营活动产生现金流量	2896	2998	3154	4047	每股经营现金	3.16	3.27	3.44	4.41
投资活动产生现金流量	-5513	-1055	-2258	-1902	每股净资产	14.53	16.39	18.67	21.63
融资活动产生现金流量	3148	-1222	46	-695	估值比率(倍)				
现金净变动	581	722	942	1450	PE	26.6	22.1	17.8	13.8
现金的期初余额	4208	4893	5615	6556	PB	3.0	2.7	2.3	2.0
现金的期末余额	4790	5615	6556	8006					

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn